



Bruselas, 26.11.2015
COM(2015) 691 final

INFORME DE LA COMISIÓN

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

Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2016

**[preparado en conformidad con los artículos 3 y 4 del Reglamento (UE) nº 1176/2011,
relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos]**

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

El IMA utiliza un cuadro de indicadores seleccionados, además de un conjunto más amplio de indicadores auxiliares, a fin de detectar en los Estados miembros posibles desequilibrios económicos que requieran la aplicación de medidas. Los Estados miembros que señala el Informe se someten entonces a un examen exhaustivo por parte de la Comisión para evaluar si se acumulan o se corrigen los riesgos macroeconómicos en los Estados miembros y determinar si existen desequilibrios o desequilibrios excesivos. Conforme a la práctica habitual, se prepararán en cualquier caso nuevos exámenes exhaustivos en relación con los Estados miembros en los que se detectaron desequilibrios en el ciclo anterior.

Teniendo en cuenta los debates con el Parlamento, y en el seno del Consejo y del Eurogrupo, la Comisión preparará exámenes exhaustivos de los Estados miembros pertinentes y sus conclusiones se incorporarán a las recomendaciones específicas por país en el marco del «Semestre Europeo» de coordinación de las políticas económicas. La publicación de los exámenes exhaustivos está prevista para febrero de 2016, antes del conjunto de recomendaciones específicas por país del Semestre Europeo.

1. RESUMEN

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

En el presente Informe se indican los Estados miembros respecto de los cuales deberían llevarse a cabo nuevos exámenes exhaustivos, con el fin de evaluar si sufren desequilibrios que requieren la aplicación de medidas². El IMA es un dispositivo de detección de desequilibrios económicos que se publica en la fecha de inicio de cada ciclo anual de coordinación de las políticas económicas. Se basa, en particular, en una lectura económica del cuadro de indicadores con umbrales indicativos, junto con un conjunto de indicadores auxiliares.

El presente año, se añaden al cuadro de indicadores principales tres indicadores de empleo, a saber: la tasa de actividad, la tasa de desempleo juvenil y la tasa de desempleo de larga duración. La inclusión de nuevas variables de empleo en el cuadro de indicadores es una prueba palpable del compromiso de la Comisión de reforzar su análisis de los desequilibrios macroeconómicos. Resulta de especial relevancia para las consecuencias sociales de la crisis y porque una prolongada evolución adversa en materia social y de empleo puede tener un impacto negativo en el crecimiento del PIB potencial de muy diversas formas

¹ El presente Informe va acompañado de un *anexo estadístico* que contiene una amplia serie de estadísticas utilizadas en su elaboración.

² Véase el artículo 5 del Reglamento (UE) n° 1176/2011.

y amenaza con agravar los desequilibrios macroeconómicos. Esta inclusión no modifica el objetivo del PDM, que sigue siendo prevenir la aparición de desequilibrios macroeconómicos perjudiciales y garantizar su corrección. El rebasamiento de los umbrales de los nuevos indicadores no implica por sí mismo una agravación de los riesgos macrofinancieros y, por tanto, no se utiliza para activar medidas en el marco del PDM³.

Con respecto a ediciones anteriores del Informe sobre el Mecanismo de Alerta, se hace un mayor hincapié en los aspectos relacionados con la zona del euro. En consonancia con la Comunicación de la Comisión de 21 de octubre, «Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria», el Informe sobre el Mecanismo de Alerta pretende efectuar un análisis más sistemático de las implicaciones, a escala de la zona del euro, de los desequilibrios de los países y de la forma en que estas implicaciones requieren un enfoque coordinado de las respuestas políticas.

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

- **La corrección de los desequilibrios existentes tiene lugar en un entorno complicado.** Está previsto que continúe la moderada recuperación en curso en la zona del euro, pero sigue siendo frágil y está sometida a crecientes riesgos externos. En los últimos meses, el comercio mundial se ha ralentizado considerablemente y han aumentado los riesgos de sobreestimación, en particular por lo que se refiere a las perspectivas de los mercados emergentes⁴. El crecimiento ha pasado a depender más de las fuentes de demanda interna, en particular de una recuperación más pronunciada de las inversiones.
- **Los Estados miembros de la UE siguen progresando en la corrección de sus desequilibrios.** En los países con elevados pasivos externos, los importantes e insostenibles déficits por cuenta corriente registrados en el período anterior a la crisis se han atenuado notablemente y sería necesario mantener posiciones exteriores equilibradas o excedentarias a fin de reducir de manera significativa las vulnerabilidades. Además, la evolución de la competitividad de los costes ha sido acorde, en términos generales, con las necesidades de ajuste exterior y, en la mayoría de los países, el proceso de saneamiento de los balances va avanzando en los diferentes sectores de la economía.
- **No obstante, las vulnerabilidades vinculadas a los niveles elevados de endeudamiento siguen siendo motivo de preocupación.** En varios Estados miembros, el stock de pasivos, privados y públicos, externos e internos, se mantiene en máximos históricos. No solo representan una amenaza para el crecimiento, el empleo y la estabilidad financiera en la UE, sino que las presiones asociadas al desapalancamiento relacionadas con su corrección también lastran la recuperación.
- **Los superávits se mantienen elevados en algunos Estados miembros durante el período de previsión (2015-2017).** En términos agregados, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro es uno de los mayores del mundo y se prevé que vuelva a

³ Los indicadores se añaden a fin de reflejar mejor la dimensión social y de empleo de los desequilibrios y procesos de ajuste. Son los indicadores de la tasa de actividad, la tasa de desempleo de larga duración y la tasa de desempleo juvenil, expresados todos ellos como variaciones a lo largo de un período de tres años. Estos indicadores ya estaban incluidos antes entre los indicadores auxiliares del PDM. Para más información acerca de los criterios para la selección de los indicadores, véase el documento de trabajo de los servicios de la Comisión titulado «Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalances Procedure to better capture employment and social developments», que se debatió en los comités de los Consejos ECOFIN y EPSCO y en el Parlamento Europeo.

⁴ Véase «European Economic Forecast-Autumn 2015», *European Economy, Institutional Paper 011*, noviembre de 2015.

subir este año. Si bien la mayor debilidad de los precios de los productos básicos y la depreciación del tipo de cambio del euro han contribuido a impulsar la balanza comercial, el superávit refleja en gran medida un exceso de ahorro nacional en relación con las inversiones a nivel de la zona del euro.

- **Después de años de patrones notablemente divergentes, las condiciones del mercado de trabajo están convergiendo, pero las dificultades sociales se mantienen en niveles inaceptables en una serie de países**, en particular en aquellos afectados por la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y la crisis de la deuda.

Tal como se indica en el EPAC, conviene adoptar un enfoque coordinado en las políticas macroeconómicas para corregir los desequilibrios, apoyando al mismo tiempo la recuperación. Debe intensificarse la aplicación de medidas y reformas efectivas, en particular en el ámbito de la competitividad, pero también de la insolvencia, sobre todo en los países cuya capacidad de crecimiento se vea limitada por las fuertes presiones relacionadas con el desapalancamiento o los obstáculos estructurales al crecimiento. Paralelamente, es preciso estimular la demanda interna y la inversión, especialmente en países que tengan margen presupuestario, un amplio superávit por cuenta corriente o poca presión en materia de desapalancamiento. Habida cuenta de la interconexión entre los Estados miembros, esta combinación de medidas contribuiría a estabilizar el proceso de reequilibrio, mejorando su simetría y aumentando, al mismo tiempo, la autosuficiencia de la recuperación.

En los exámenes exhaustivos se efectuarán análisis más pormenorizados y amplios de los Estados miembros señalados en el IMA. Al igual que en el ciclo anterior, estos exámenes se incluirán en los informes nacionales, que también incorporarán el análisis adicional de los servicios de la Comisión sobre otras cuestiones estructurales necesarias para fundamentar las recomendaciones específicas por país (REP) del Semestre Europeo. Para preparar los exámenes, la Comisión basará su análisis en un conjunto mucho más rico de datos e informaciones: se tendrán en cuenta todas las estadísticas, datos y hechos materiales pertinentes. Según dispone la legislación, la Comisión determinará si existen o no desequilibrios o desequilibrios excesivos sobre la base de estos exámenes exhaustivos y, seguidamente, preparará las recomendaciones políticas adecuadas destinadas a cada Estado miembro⁵.

Basándose en la lectura económica del cuadro de indicadores del PDM, la Comisión considera que los exámenes exhaustivos se justifican en el caso de los Estados miembros que se indican a continuación, a fin de analizar más a fondo la acumulación y la corrección de desequilibrios y sus riesgos conexos⁶.

- *En la mayoría de los países, los exámenes exhaustivos son necesarios porque se detectaron desequilibrios en la anterior ronda de exámenes*⁷. Conforme a la práctica

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

⁶ El aumento del número de Estados miembros seleccionados desde 2012 refleja en parte la necesidad de integrar a los países que salen de un programa de ayuda financiera como consecuencia de la mejora económica. Es el caso de Irlanda, Portugal y Rumanía, cuya inclusión en la supervisión en el marco del PDM se consideró prudente. Además, Croacia se incorporó a los procedimientos normales de supervisión tras su adhesión a la UE en 2013. El hecho de que algunos Estados miembros sigan sometidos a un examen exhaustivo se debe a que solo pueden abandonar la supervisión en el marco del PDM sobre la base de un nuevo examen exhaustivo. De cara al futuro, si las condiciones económicas mejoran o no empeoran, cabe esperar que el número de países objeto de un examen exhaustivo vaya disminuyendo con el tiempo.

⁷ Véase «Semestre Europeo 2015: evaluación de los retos de crecimiento, prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos y resultados de los exámenes exhaustivos en virtud del Reglamento (UE) n° 1176/2011» [COM(2015) 85 final, de 26.2.2015], y «Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015», *European Economy-Occasional Papers* 228. Véase la serie completa de

habitual, se necesita un nuevo examen exhaustivo para evaluar si los desequilibrios o los desequilibrios excesivos detectados anteriormente se están corrigiendo, persisten o se están agravando, atendiendo debidamente al mismo tiempo a la contribución de las medidas aplicadas por los Estados miembros para superar los desequilibrios. Los Estados miembros en cuestión son **Bélgica, Bulgaria, Alemania, Francia, Croacia, Italia, Hungría, Irlanda, los Países Bajos, Portugal, Rumanía, España, Eslovenia, Finlandia, Suecia y el Reino Unido.**

- *Se elaborarán por primera vez exámenes exhaustivos también para **Estonia y Austria.*** En el caso de Estonia, el examen valorará los riesgos y vulnerabilidades vinculados a un nuevo aumento de las presiones de la demanda. En el caso de Austria, se analizarán los problemas relacionados con el sector financiero, en particular su elevada exposición a la evolución del entorno externo y el impacto sobre el crédito proporcionado al sector privado.

En relación con los Estados miembros que reciben ayuda financiera, la supervisión de sus desequilibrios y el seguimiento de las medidas correctoras se desarrollan en el marco de sus programas de ayuda. Ello es aplicable a **Grecia y Chipre.** Como se hizo en los ciclos anteriores con los Estados miembros que se espera que salgan de sus programas de ayuda financiera, la situación de **Chipre** se evaluará en el contexto del PDM solo después de la conclusión del programa de ayuda financiera en curso, prevista para marzo de 2016.

En relación con los demás Estados miembros, la Comisión no llevará a cabo en este momento nuevos análisis en el contexto del PDM. Basándose en la lectura económica del cuadro de indicadores, la Comisión considera que, en este momento, no es necesario proceder a un examen exhaustivo ni se justifica la continuación de la supervisión en el marco del PDM en el caso de **la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Polonia y Eslovaquia.** No obstante, es necesario llevar a cabo una supervisión minuciosa y una coordinación permanentes de las políticas de todos los Estados miembros, a fin de detectar los riesgos que puedan surgir y proponer medidas que contribuyan al crecimiento y al empleo.

Recuadro 1. Estabilización y racionalización de las categorías de desequilibrios del PDM

La configuración de las categorías de desequilibrios del PDM ha evolucionado con el tiempo y actualmente es como sigue:

1. Inexistencia de desequilibrio
2. Desequilibrios que requieren medidas y seguimiento
3. Desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento
4. Desequilibrios que requieren medidas decididas y un seguimiento específico
5. Desequilibrios excesivos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico
6. Desequilibrios excesivos que dan lugar al procedimiento de desequilibrio excesivo

Todavía no se ha recurrido al procedimiento de desequilibrio excesivo (PDE). No obstante, la detección de desequilibrios excesivos implica la necesidad de adoptar medidas decididas y un seguimiento específico. Desde 2014, se han exigido medidas decididas y un seguimiento específico a algunos países de la zona del euro de importancia sistémica en los que se detectaron desequilibrios,

recomendaciones específicas por país adoptadas por el Consejo, incluidas las utilizadas en el PDM, en el DO C 272 de 18.8.2015.

con el fin de garantizar avances en las REP de la zona del euro y corregir los desequilibrios macroeconómicos. Se instó a algunos países con desequilibrios a adoptar medidas decididas.

Si bien el ajuste de la categorización de los desequilibrios del PDM ha permitido articular la activación de la supervisión en el marco del PDM, la complejidad resultante no ha ayudado en términos de transparencia y cumplimiento. Por este motivo, la Comunicación de 21 de octubre presenta una serie de vías para mejorar la ejecución de los PDM de cara al futuro. En particular, la Comisión velará por una ejecución transparente de los PDM, estabilizará las categorías y aclarará los criterios por los que se rige su decisión.

2. DESEQUILIBRIOS, RIESGOS Y AJUSTE: CUESTIONES QUE AFECTAN A VARIOS PAÍSES

En un contexto de incertidumbre a nivel mundial, la recuperación económica depende cada vez más de la demanda interna. Las previsiones económicas más recientes confirman que en toda la UE está teniendo lugar una recuperación moderada, en un contexto de bajos precios del petróleo y una política monetaria muy acomodaticia. En 2015 y 2016, se espera que la actividad económica de la UE aumente un 1,9 % y un 2,0 %, respectivamente, tras el crecimiento del 1,4 % registrado en 2014. En la zona del euro, las tasas de crecimiento del PIB real corresponden al 0,9 % en 2014, al 1,6 % en 2015 y al 1,8 % en 2016⁸. Aunque el consumo se ha reforzado recientemente, la demanda interna sigue siendo discreta, en parte a causa de las importantes presiones relacionadas con el desapalancamiento en varios Estados miembros. Ello se refleja en el bajo nivel de la inflación y el crecimiento del superávit por cuenta corriente de la zona del euro, que está previsto que vuelva a aumentar en 2015, también en un contexto de descenso de los precios del petróleo desde mediados de 2014 y del tipo de cambio del euro. Desde el verano, la demanda exterior se está ralentizando notablemente, mientras que aumentan los riesgos para la economía mundial, a la luz de factores geopolíticos y de la posibilidad de una desaceleración en China y otros países emergentes más acusada de lo previsto⁹. En función de la magnitud de la desaceleración de la actividad económica mundial, las economías de la UE podrían resultar afectadas de forma considerable, lo que reforzaría la necesidad de consolidar el aumento de la competitividad y convertiría la demanda interna en un factor vital para la recuperación.

En este contexto, siguen corrigiéndose los desequilibrios macroeconómicos, pero los elevados niveles de endeudamiento representan una vulnerabilidad importante. Las economías de la UE siguen progresando en la corrección de sus desequilibrios externos e internos. Se han reducido los elevados e insostenibles déficits por cuenta corriente y el proceso de saneamiento de los balances va avanzando en todos los sectores en la mayoría de los países. Por otra parte, la evolución de la competitividad de costes está en consonancia, en general, con las necesidades de ajuste exterior. No obstante, siguen existiendo graves vulnerabilidades ligadas a los stocks de pasivos y a la calidad del ajuste. En varios Estados miembros, el stock de pasivos, privados y públicos, externos e internos, se mantiene en máximos históricos. No solo representan una amenaza para el crecimiento, el empleo y la estabilidad financiera en la UE, sino que las presiones simultáneas en favor del desapalancamiento relacionadas con su corrección también lastran la recuperación. Además, la persistencia de abultados superávits por cuenta corriente en países con necesidades de desapalancamiento relativamente bajas implica un alto nivel de ahorro y desequilibrios en materia de inversión, lo que apunta a una asignación desacertada de los recursos que aumenta el riesgo de debilidad económica prolongada y que puede complicar el proceso de desapalancamiento en la UE en general.

Atajar los altos niveles de deuda, dejando margen al mismo tiempo para que la recuperación sea más autosuficiente, representa el principal reto que debe afrontar la zona del euro en la coyuntura actual. A nivel del conjunto de la zona del euro, el riesgo de que la situación de endeble crecimiento y baja inflación se prolongue deberá ser mitigado por

⁸ Véase «European Economic Forecast-Autumn 2015», *European Economy, Institutional Paper 011*, noviembre de 2015. Aunque las cifras agregadas de la recuperación ocultan diferencias importantes entre los Estados miembros, la convergencia real parece ahora avanzar con las tasas de crecimiento más elevadas que se registran en España, Irlanda, Eslovenia y los Estados bálticos, pero también en Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía, mientras que el crecimiento en Francia, Italia, Austria, Finlandia y Bélgica probablemente se mantendrá débil en 2015.

⁹ Fondo Monetario Internacional, 2015: *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*, Washington (octubre).

los países que estén mejor situados para impulsar la inversión de acuerdo con el margen presupuestario disponible y necesidades de desapalancamiento limitadas. Paralelamente, las reformas estructurales encaminadas a liberar el potencial de crecimiento deberán continuar o intensificarse sobre todo en los países cuyo potencial esté limitado por obstáculos estructurales al crecimiento. Por otra parte, los países cuya capacidad para estimular la demanda se vea restringida por fuertes presiones en materia de desapalancamiento también deberían centrarse en reformas impulsoras del crecimiento, garantizando igualmente que su marco de insolvencia sea adecuado para dar respuesta al volumen de deuda no viable, liberar recursos económicos en consecuencia y reasignar el capital de manera eficiente. (*Recuadro 2*)

Recuadro 2: La dimensión «zona del euro» de los desequilibrios macroeconómicos

Las implicaciones, a escala de la zona del euro, de los desequilibrios macroeconómicos merecen especial consideración. En línea con las propuestas que figuran en el informe de 22 de junio de 2015, «Completar la Unión Económica y Monetaria», de Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schulz, y la Comunicación de la Comisión de 21 de octubre de 2015, «Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria», a partir del presente año el IMA contiene un análisis más sistemático de las implicaciones, a escala de la zona del euro, de los desequilibrios de los países y la forma en que estas implicaciones requieren un enfoque coordinado de las respuestas políticas.

La zona del euro registra actualmente uno de los superávits por cuenta corriente más elevados del mundo en términos de valor. En 2015, se espera que ascienda a aproximadamente 390 000 millones EUR, lo que equivale al 3,7 % del PIB. La mayor parte del superávit corresponde a Alemania y los Países Bajos, cuya contribución representa, respectivamente, el 2,5 % y el 0,7 % del PIB de la zona del euro, y a Italia (0,4 % del PIB de la zona del euro) (*gráfico 1*). Los países anteriormente deficitarios también registran ahora saldos equilibrados o superávits, necesarios para garantizar la sostenibilidad de sus posiciones exteriores. En un contexto de escaso crecimiento e inflación casi nula, la persistencia de elevadísimos superávits en países con necesidades de desapalancamiento relativamente bajas apunta a una falta de fuentes internas de crecimiento. Una vez se recuperen los precios del petróleo, se refuerce la demanda interna, desaparezca el efecto de la bajada del euro y se ralentice el crecimiento de las exportaciones, los superávits de la balanza comercial de la zona del euro y de la UE deberían dejar de aumentar y, en última instancia, descender ligeramente en 2017. La continua acumulación de activos externos netos también puede suponer una mayor exposición al riesgo de tipo de cambio y menor margen de las autoridades nacionales para gestionar los riesgos macrofinancieros (por ejemplo, mediante medidas prudenciales o reglamentarias), ya que aumenta el porcentaje de activos originarios de países extranjeros en las carteras nacionales.

Actualmente, existen presiones simultáneas en materia de desapalancamiento en todos los sectores de la economía (hogares, empresas, administraciones públicas). A nivel agregado de la zona del euro, los hogares, las empresas y las administraciones públicas se enfrentan en la actualidad a niveles elevados de endeudamiento, y el necesario proceso de desapalancamiento implica una dinámica moderada de inversión y consumo. De acuerdo con datos de Eurostat, en 2014 los stocks de deuda en términos consolidados representaban el 59,7 % y el 79,5 % del PIB de la zona del euro para los hogares y las sociedades no financieras, mientras que en 2009 ascendían al 63,1 % y al 81,9 % del PIB, respectivamente. Las cifras agregadas ocultan grandes disparidades entre los Estados miembros. El desapalancamiento del sector privado se inició en una fase temprana, cuando estalló la crisis, pero el proceso aún no ha terminado¹⁰. Los hogares siguen presentando una capacidad de financiación dos

¹⁰ El proceso de desapalancamiento puede comprobarse examinando la capacidad de financiación, en términos agregados, de la zona del euro por sector. En 2014, se situaba en el 3,2 % del PIB, porcentaje en el que los hogares, las empresas y las administraciones públicas representaban, respectivamente, el 2,9 %, el 1,8 % y el -2,6 %. En 2010, los porcentajes respectivos eran del 0,6 %, el 2,9 %, el 3,3 % y el -6,2 %, y en 2007, el 0,3 %, el 1,4 %, el -0,6 % y el -0,6 %.

veces superior a su nivel anterior a la crisis. Las empresas, que a menudo registran necesidades de financiación en tiempos normales, siguen presentando una capacidad de financiación positiva. El desapalancamiento de las administraciones públicas se inició más tarde, ya que la primera fase de la recesión llevó a la adopción de medidas de estímulo en 2009-2010. Desde entonces, las administraciones públicas han entrado en una fase de consolidación y la política presupuestaria se ha mantenido restrictiva o, más recientemente, globalmente neutra. El impacto de la demanda en los procesos de desapalancamiento de los hogares y las empresas se ha intensificado, por tanto, ante la necesidad de contener el aumento de la deuda en el sector público¹¹.

El nivel del superávit por cuenta corriente de la zona del euro está probablemente por encima de lo que las características fundamentales implican, lo que refleja ineficiencias económicas y la atonía de la demanda interna. Una serie de características económicas, como el envejecimiento de la población, la tasa de dependencia, los niveles relativamente altos de renta per cápita, pero también el estatus del euro como moneda de reserva, parecen indicar un equilibrio global adecuado entre ahorro e inversión en la zona del euro en términos generales¹². No obstante, el aumento del superávit por cuenta corriente en la zona del euro durante los últimos años ha llevado a un superávit más elevado de lo que cabría esperar a la luz de los indicadores económicos fundamentales. A pesar de las recientes mejoras, así como de los efectos temporales de los bajos precios del petróleo y la evolución de los tipos de cambio, la falta de un crecimiento robusto del crédito en la zona del euro como consecuencia del saneamiento de los balances y las importantes presiones en relación con el desapalancamiento explica en parte la diferencia. De cara al futuro, las medidas adoptadas a escala de la UE (por ejemplo, el programa de compras de valores del sector público del BCE y el plan de inversiones puesto en marcha por la Comisión) pretenden apoyar el crédito en favor de la inversión y el consumo, aunque sus efectos en la economía real podrían tardar algún tiempo en materializarse.

Los efectos de contagio transfronterizo en la zona del euro justifican un enfoque coordinado de las políticas macroeconómicas para luchar contra los desequilibrios, apoyando al mismo tiempo la recuperación. Habida cuenta de la interconexión existente entre las economías de la zona del euro a través de vínculos comerciales, financieros e institucionales, un enfoque coordinado de las políticas macroeconómicas está justificado para acelerar la corrección de los desequilibrios, apoyando al mismo tiempo el crecimiento. Por otra parte, los efectos de confianza también han resultado ser un importante mecanismo de transmisión¹³. En particular, los efectos de contagio derivados de la orientación política de los grandes países revisten importancia sistémica para la zona del euro en la coyuntura actual.

El riesgo de que se prolongue el bajo crecimiento y la baja inflación a nivel de la zona del euro debería ser mitigado en particular por los países mejor situados para impulsar las inversiones de manera coherente con el margen presupuestario disponible y el equilibrio positivo entre ahorro e inversión¹⁴.

¹¹ Véase Bricongne J.-C. y Mordonu A. (2015), «Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies», *European Commission Discussion Papers* n° 17 (octubre de 2015).

¹² El parámetro de referencia se obtiene a partir de regresiones de forma reducida que comprenden los principales determinantes del equilibrio ahorro/inversión, incluidos los determinantes fundamentales (por ejemplo, la demografía, los recursos), los factores políticos y las condiciones financieras mundiales. La metodología es similar al enfoque de la evaluación del saldo exterior (EBA) elaborado por el FMI. Véase Phillips, S. et al. (2013), «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», *IMF Working Paper*, 13/272.

¹³ Véase D'Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in 't Veld, J. y Zeugner S., «Cross-border Spillovers in the Euro Area», *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 13, n° 4 (2014).

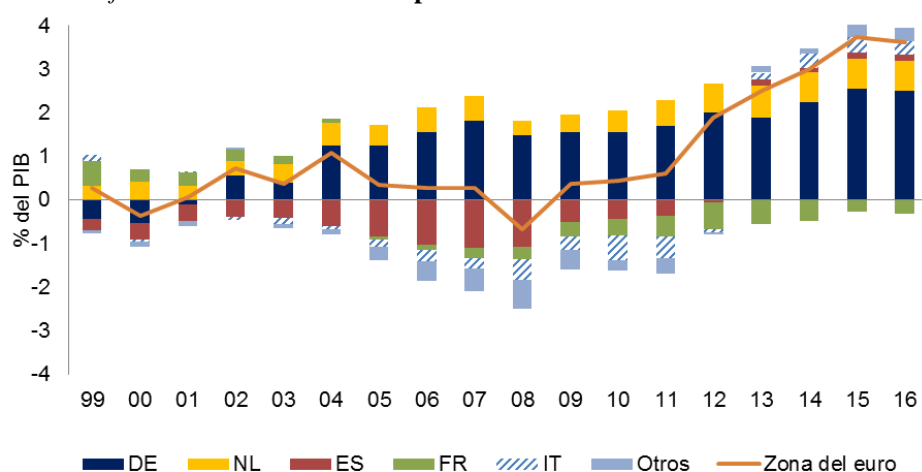
¹⁴ Véase el considerando 17 del Reglamento 1176/2011: «En los análisis de los desequilibrios macroeconómicos deben tenerse en cuenta su gravedad y sus posibles efectos indirectos negativos, de índole económica y financiera, que agraven la vulnerabilidad de la economía de la Unión y constituyan una amenaza para el buen funcionamiento de la unión económica y monetaria. En todos los Estados miembros, particularmente en la zona del euro, se requieren medidas destinadas a corregir los desequilibrios macroeconómicos y las divergencias de competitividad. Sin embargo, la naturaleza, importancia y urgencia de los desafíos que esas medidas deben atajar pueden diferir significativamente de un Estado miembro a otro. Ante las vulnerabilidades existentes y la magnitud del ajuste precisado, la necesidad de tomar medidas es especialmente apremiante en los Estados miembros que registran de modo persistente altos déficits por cuenta corriente e importantes pérdidas de competitividad. Además, los Estados miembros que acumulan

Este es el caso de Alemania y los Países Bajos, cuyos superávits por cuenta corriente se prevé que se mantengan altos en los próximos años. Una reducción de los superávits en los países con necesidades de desapalancamiento relativamente limitadas aportaría la indispensable mejora de la demanda en la zona del euro y contribuiría a aliviar la disyuntiva que se les plantea a los países muy endeudados, que deben proceder simultáneamente a un proceso de desapalancamiento e impulsar el crecimiento.

Paralelamente, las reformas estructurales encaminadas a liberar el potencial de crecimiento deberán continuar o intensificarse, en particular en los países que tienen importancia sistémica, como Italia y Francia. Estas reformas podrían servir no solo para eliminar los obstáculos al crecimiento, sino que también contribuirían a fomentar la confianza en la sostenibilidad de los desequilibrios presupuestarios de estos países.

Por último, los países cuya capacidad de sostener la demanda se vea limitada por el sobreendeudamiento y un nivel elevado de préstamos no productivos deberían centrarse también en reformas impulsoras del crecimiento, velando igualmente por que sus marcos de insolvencia sean adecuados para tratar los stocks de deuda no viable, liberar recursos económicos en consecuencia y reasignar el capital de manera eficiente.

Gráfico 1: Saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro



Fuente: Cuentas nacionales y previsiones de otoño de 2015 de la Comisión Europea (AMECO).

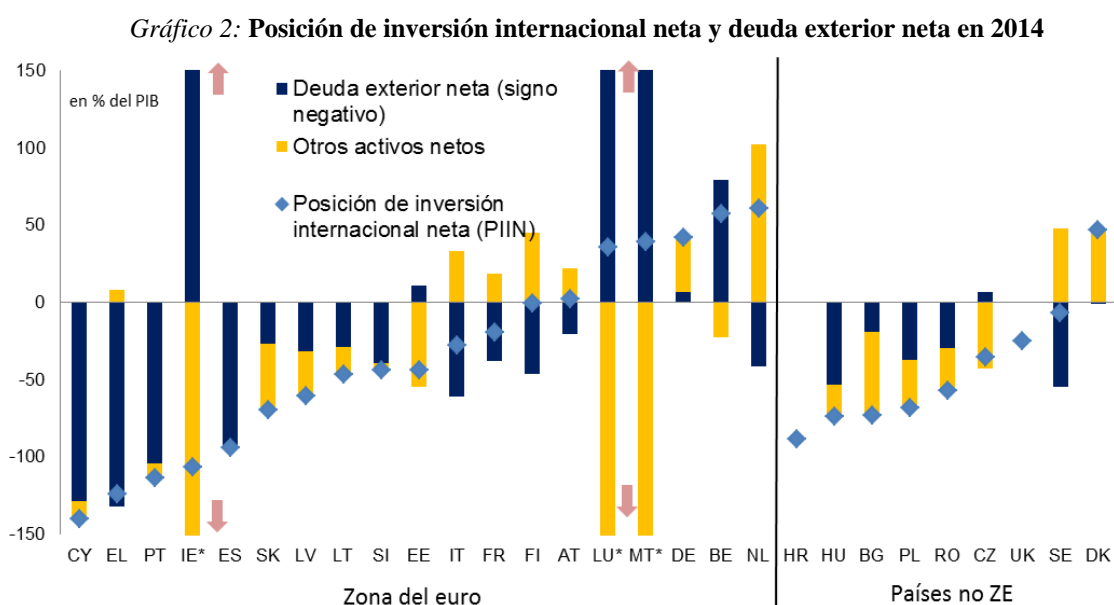
Los importantes déficits por cuenta corriente han dado paso a saldos más equilibrados o a superávits en la mayoría de los Estados miembros, mientras que todavía persisten importantes superávits por cuenta corriente. En 2014, la mayoría de los Estados miembros registraban superávits por cuenta corriente. Los países de la zona del euro más afectados por la crisis han emprendido un fuerte ajuste y presentan actualmente superávits moderados (España, Portugal e Italia) o algo mayores (Irlanda y Eslovenia). Si bien el ajuste inicial fue fruto principalmente de una reducción de la demanda interna privada, los recientes superávits también se han obtenido gracias al incremento de las exportaciones¹⁵. No obstante, las cifras ajustadas en función del ciclo son, en general, inferiores a los saldos globales (España, Italia, Portugal, Grecia y Chipre); ello parece indicar que no cabe esperar más mejoras de la balanza por cuenta corriente, ya que la recuperación vuelve a situar la producción a un nivel próximo a su potencial, aunque los riesgos de que el déficit vuelva a niveles anteriores a la crisis parecen limitados. Algunos Estados miembros, como Finlandia y Francia, registraron déficits por cuenta corriente relativamente contenidos, mientras que en el Reino Unido y Chipre

grandes superávits por cuenta corriente, las medidas deben tratar de determinar y aplicar medidas que contribuyan a fortalecer su demanda interna y su potencial de crecimiento».

¹⁵ Véase el recuadro I.3 de «European Economic Forecast-Autumn 2015», *European Economy*, 2015(2).

fueron mucho más amplios. En conjunto, el indicador de la media de tres años supera el umbral en cuatro países excedentarios (Alemania, Dinamarca, Países Bajos y Suecia) y en dos países deficitarios (el Reino Unido y Chipre). Países como Alemania y los Países Bajos, así como Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, como Suecia y Dinamarca, siguen presentando superávits muy elevados. Estos superávits amplios y persistentes no parece que vayan corregirse. Mientras que en los países con una población que envejece, como Alemania, cabe esperar superávits de la balanza por cuenta corriente y la evolución reciente de los precios del petróleo y del tipo de cambio tuvo un efecto favorable en la balanza comercial, el valor actual del superávit parece muy superior al que se desprendería de los indicadores económicos fundamentales¹⁶.

En el caso de Alemania, al tener en cuenta la posición en el ciclo económico, el superávit ajustado en función del ciclo es superior a la cifra global¹⁷.



Fuente: Eurostat (MBP6 y SEC-10)

Nota: No se dispone de datos relativos a la deuda exterior neta para Croacia y el Reino Unido. La descomposición no es completa en el caso de Irlanda, Luxemburgo y Malta¹⁸.

Persisten vulnerabilidades, puesto que el ajuste de los flujos exteriores aún no se ha traducido en una reducción significativa del endeudamiento exterior (gráfico 2). En conjunto, persisten vulnerabilidades considerables entre los países deudores netos: en 2014, el

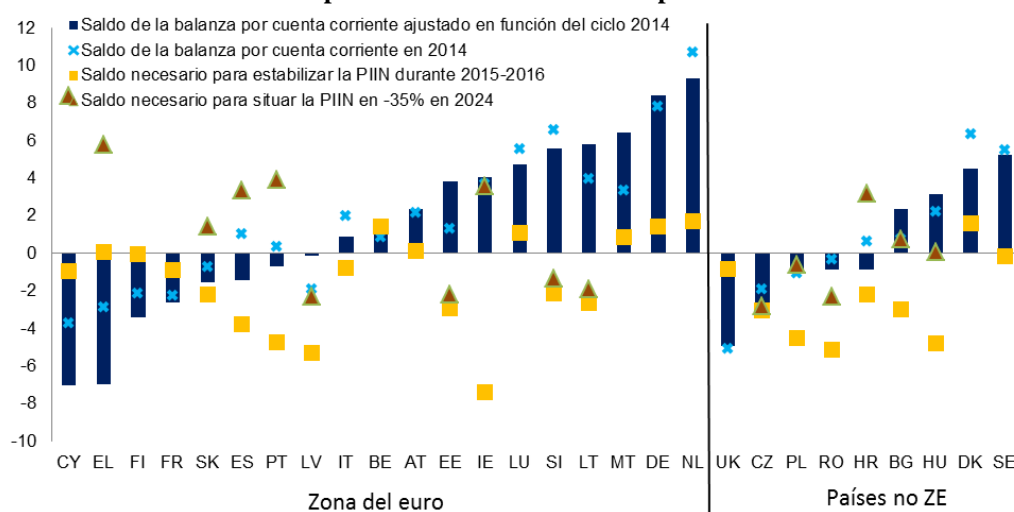
¹⁶ Véase «Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015», *European Economy-Occasional Papers*, 228.

¹⁷ Habida cuenta de la reducción de los déficits por cuenta corriente, se ha modificado la composición geográfica de los superávits en las economías acreedoras, en particular Alemania. El saldo frente al resto del mundo ha aumentado, mientras que el saldo frente a la zona del euro ha disminuido, más como consecuencia de una reducción de las exportaciones al resto de la zona del euro que de un aumento de las importaciones alemanas.

¹⁸ En estos países, la mayor parte de los pasivos externos no está vinculada a actividades y capital nacionales, sino más bien a activos externos. Por ejemplo, en gran parte de los pasivos externos irlandeses predominan los fondos de inversión residentes en Irlanda pero cuyos activos proceden de otros países. Según la clasificación de la balanza de pagos, el balance de los fondos de inversión está compuesto por los pasivos en capital, a los que corresponden los activos de deuda en cartera, lo que se traduce en una posición de capital muy negativa junto a una posición de deuda negociable muy positiva.

indicador del cuadro relativo a la posición de inversión internacional neta rebasa el umbral indicativo en dieciséis Estados miembros. Desde la aparición de superávits por cuenta corriente en los últimos años, los pasivos externos netos expresados en porcentaje del PIB no han mejorado significativamente en países de la zona del euro como Grecia, España o Portugal. En particular, con la excepción de Irlanda y, más recientemente, de Portugal, la contribución del crecimiento del PIB nominal ha sido reducida (España) o negativa (Grecia y Chipre). Esta situación pone de relieve los riesgos relacionados con un entorno de baja inflación y la manera en que este puede obstaculizar la corrección de los desequilibrios. Los efectos de valoración negativos han lastrado también, a veces de manera significativa, la mejora de los pasivos externos netos, en particular en Grecia, España y Portugal. La ausencia de mejoras significativas se observa igualmente en Croacia. En la mayoría de las economías con saldos muy negativos, se necesitarían superávits por cuenta corriente más elevados que los observados en la actualidad para reducir rápidamente sus pasivos externos netos (*gráfico 3*). La consolidación de las mejoras de la competitividad de las exportaciones sigue siendo, pues, esencial, así como las medidas encaminadas a atraer inversiones extranjeras directas (IED). En Irlanda y en varios países de Europa Oriental (Hungría, Polonia y Rumanía), los saldos de la balanza por cuenta corriente que se registran en la actualidad deben mantenerse durante un período prolongado para que los pasivos externos netos mejoren de manera significativa a medio plazo. En países acreedores netos, como Alemania y los Países Bajos, los riesgos asociados a los stocks crecientes de activos externos netos no son comparables con los relacionados con la sostenibilidad exterior. No obstante, no debería pasarse por alto la rápida y continua acumulación de riesgos de acreedor netos.

Gráfico 3: Saldo de la balanza por cuenta corriente: saldos ajustados en función del ciclo y saldos necesarios para estabilizar o reducir los pasivos externos



Fuente: El saldo de la balanza por cuenta corriente es un concepto de las cuentas nacionales. Cálculos de los servicios de la Comisión.

Notas: Los saldos ajustados en función del ciclo se calculan utilizando las estimaciones de la brecha de producción en que se basan las previsiones de otoño de 2015 de la Comisión¹⁹. Los saldos de la balanza por cuenta corriente necesarios para estabilizar o reducir los pasivos externos netos se basan en las siguientes hipótesis: las proyecciones del PIB nominal se derivan de las previsiones de otoño de la Comisión (hasta 2017) y de las proyecciones de la metodología T+10 de la Comisión después de esa fecha²⁰; se asume que los efectos de valoración son nulos en el período de proyección, lo que corresponde a una proyección no sesgada de los precios de los activos; se asume que las balanzas de capital se mantienen constantes en porcentaje del PIB, a un nivel correspondiente a la mediana de 2014 y a las proyecciones para 2015-2017²¹.

La evolución de la competitividad de costes se ha acompasado en general a las necesidades de ajuste exterior (gráfico 4). En 2014, se observó una disminución de los costes laborales unitarios en una serie de países de la zona del euro especialmente afectados por la crisis (por ejemplo, Chipre, Grecia, España, Eslovenia, Portugal e Irlanda). En Chipre, Grecia y Portugal, el ajuste refleja principalmente la moderación salarial, mientras que en España e Irlanda una parte importante de la disminución de los costes laborales unitarios (CLU) parece imputable al aumento de la productividad. Además, en países en los que el mercado de trabajo está mejorando, el número de horas trabajadas ha empezado a contribuir positivamente a la evolución de los costes laborales unitarios (España, Portugal e Irlanda). Por el contrario, estos costes han crecido a un ritmo superior a la media de la zona del euro (1,1 %) en Italia y Francia, y cerca del 2 % en Alemania y Austria, principalmente a causa de la dinámica salarial, mientras que, en el caso de Italia, también influyó la atonía de la productividad. El aumento más rápido se registró en los Estados bálticos, debido al fuerte incremento de los salarios por hora. De forma global, teniendo en cuenta la evolución de los tres últimos años, el indicador de los costes laborales unitarios supera el umbral en Estonia,

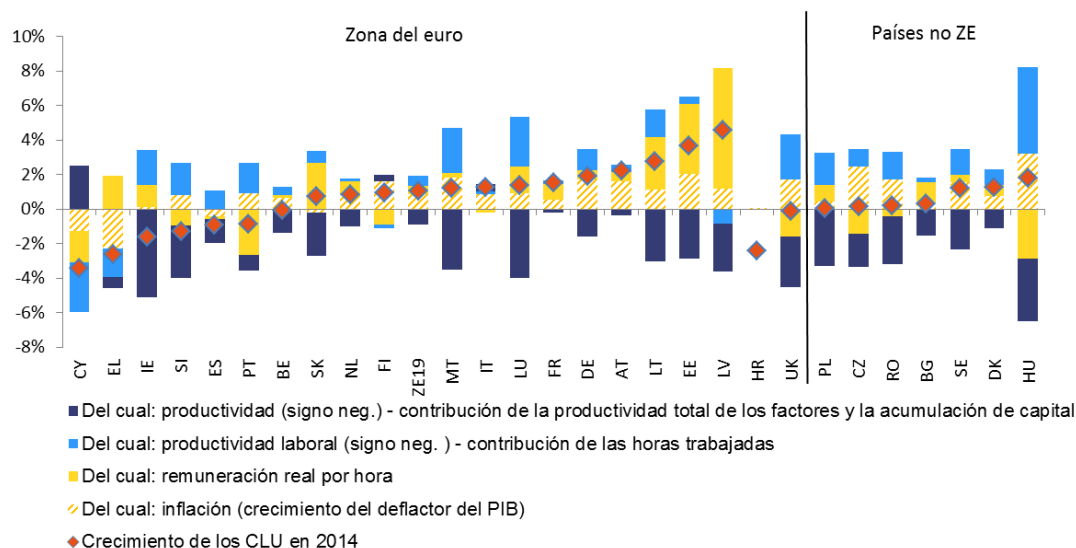
¹⁹ Las estimaciones de los saldos ajustados en función del ciclo se basan en la metodología descrita en Salto, M. y A. Turrini (2010), «Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment», *European Economy-Economic Papers*, 427.

²⁰ Para la metodología T+10, véase Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen, y V. Vandermeulen (2014), «The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps», *European Economic Papers* 535.

²¹ Para una presentación detallada de los cálculos e hipótesis, véase Loublrier, A., Turrini A. and Zeugner, S. (2015), «Methodologies for computing current account benchmarks», *European Economy Economic Paper*, próxima publicación.

Letonia y Bulgaria. El ajuste a la baja de estos costes en los Estados miembros confrontados a mayores necesidades de ajuste fue seguido de una disminución relativa más moderada aunque visible del tipo de cambio real efectivo, lo que parece indicar cierta sensibilidad de los márgenes precio-coste a la debilidad de las condiciones económicas. Como resultado de esta evolución relativamente moderada, ningún país, salvo Grecia, supera el umbral de este indicador.

Gráfico 4: Descomposición del crecimiento de los CLU en 2014



Fuente: AMECO y cuadro de indicadores del PDM. Cálculos de los servicios de la Comisión.

Notas: La descomposición se basa en el desglose estándar del crecimiento de los CLU en inflación, remuneración real por hora y productividad laboral; esta última se desglosa a su vez en contribución de las horas trabajadas, productividad total de los factores y acumulación de capital, aplicando un marco estándar de contabilidad del crecimiento.

El cuadro de indicadores todavía registra pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones que superan el umbral indicativo en varios Estados miembros, aunque empiezan a apreciarse mejoras. El indicador relativo a las variaciones de la cuota de mercado de las exportaciones a lo largo de cinco años muestra pérdidas acumuladas por encima del umbral en dieciocho Estados miembros, lo que parece indicar que el actual superávit por cuenta corriente en términos agregados, observado en la zona del euro, no está vinculado principalmente al buen comportamiento de las exportaciones (*gráfico 5a*)²². Sin embargo, la pérdida adicional de cuota de mercado de las exportaciones observada en las economías de la UE durante los últimos años parece haber llegado a su fin, con los aumentos anuales registrados en 2013 y 2014 en la mayoría de Estados miembros, a excepción de Finlandia, Suecia y Malta (*gráfico 5b*). En 2014, estos aumentos fueron relativamente modestos en algunos casos (Austria, Francia, los Países Bajos, España e Italia) y más importantes en otros (Bélgica, Alemania, Hungría, Rumanía, Grecia e Irlanda). No obstante, su magnitud es, en general, mucho menor que la de las caídas registradas en 2010-2012. La reciente mejora de las cuotas de mercado de las exportaciones en la UE es atribuible en parte al estancamiento del comercio mundial en 2013-2014, lo que atenuó automáticamente las pérdidas de cuotas. En este sentido, estas mejoras puede que no sean estructurales. De cara al futuro, es demasiado pronto para determinar si serán permanentes o solo temporales.

²² Las exportaciones, en valor, de la zona del euro se ralentizaron entre 2013 y 2015, y las destinadas a terceros países se han estabilizado en líneas generales.

Gráfico 5a: Variación en cinco años de las cuotas de mercado de las exportaciones – Indicador del cuadro de indicadores en 2014

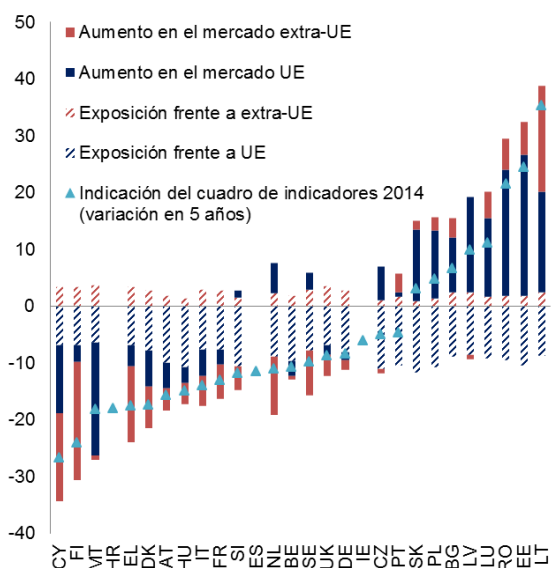
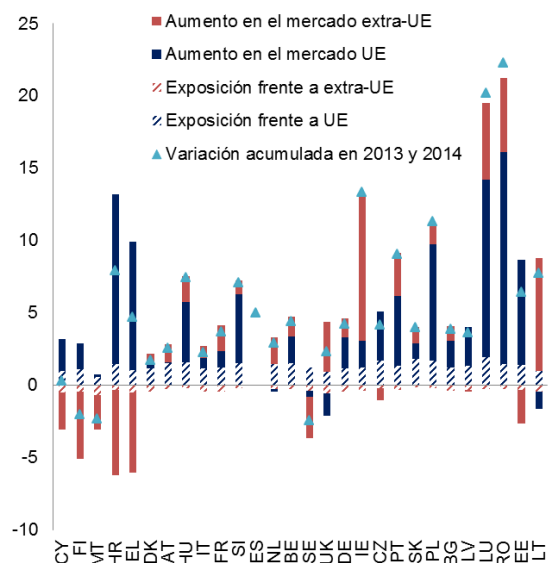


Gráfico 5b: Variación en dos años de las cuotas de mercado de las exportaciones en 2014



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

Notas: La descomposición se basa en el método *shift-share*. Las barras con trama representan la contribución a la dinámica de las cuotas de mercado derivada de las variaciones en la exposición a un mercado determinado; las barras lisas miden la contribución a esta dinámica derivada de las variaciones de las cuotas de mercado en un mercado determinado²³. Los cálculos utilizan datos del MBP6, excepto en el caso de BG, IT, FI y MT, donde los datos relativos a las exportaciones a la UE proceden de las cuentas nacionales; datos no disponibles en parte para ES, HR e IE.

²³ Para una presentación detallada de la metodología utilizada para la descomposición de las cuotas de mercado de las exportaciones, véase «A closer look at some drivers of trade performance at Member State level», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(2):29-39.

Gráfico 6a: Deuda de los hogares
(datos consolidados, en % del PIB)

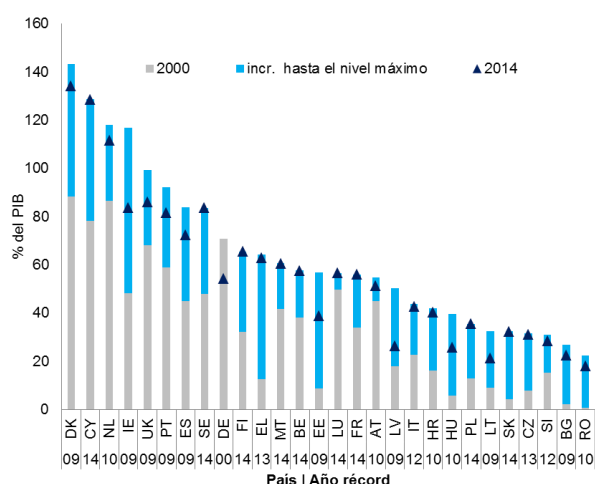
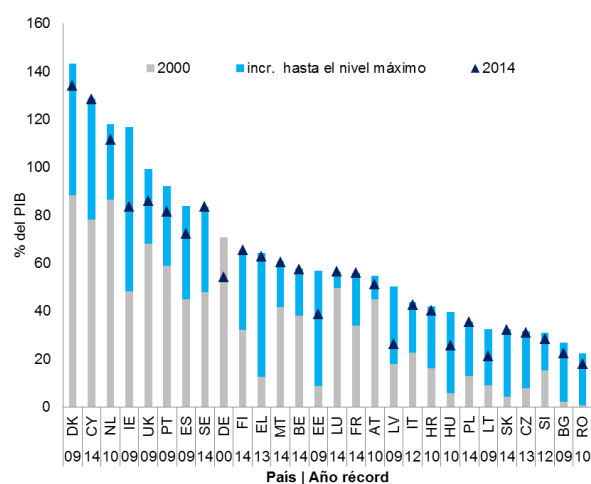


Gráfico 6b: Deuda de las sociedades no financieras
(datos consolidados, en % del PIB)



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

Notas: En el gráfico 6a, el máximo de la ratio deuda/PIB se indica en el eje horizontal. La primera observación corresponde a 2000, excepto en el caso de IE, SI, HR (2001), PL (2003) y MT, LV, LT (2004). Cuando el valor de 2014 no está disponible, se calcula a partir de los datos trimestrales. En el gráfico 6b, LU no está incluido debido a características específicas de los factores determinantes del endeudamiento de las empresas. El máximo de la ratio deuda/PIB se indica en el eje horizontal. La primera observación corresponde a 2000, excepto en el caso de IE, SI, HR (2001), PL (2003) y MT, LV, LT (2004). Cuando el valor de 2014 no está disponible, se calcula a partir de los datos trimestrales.

La deuda del sector privado sigue siendo elevada y supera el umbral indicativo del cuadro de indicadores en varios Estados miembros. El endeudamiento privado varía sustancialmente, lo que refleja no solo el grado de desarrollo del sector financiero, sino también la medida en que el sobreendeudamiento se debió a las ventajosas condiciones de empréstito existentes antes de la crisis. Las diferencias también son bastante importantes en lo que respecta a la composición de la deuda privada en los principales sectores de la economía (gráficos 6a y 6b). En algunos países, el alto nivel de endeudamiento está asociado principalmente a la acumulación de deuda por los hogares, a menudo vinculada al fuerte aumento de los precios de la vivienda y del valor de los stocks de hipotecas. En otros, el endeudamiento es elevado especialmente entre las sociedades no financieras o afecta a todos los sectores de la economía. La abultada deuda constituye una vulnerabilidad porque amplifica las implicaciones macrofinancieras de las perturbaciones adversas. Reduce la capacidad de ajuste de las economías al restar eficacia a la transmisión de la política monetaria, ya que las empresas endeudadas apenas se benefician de los bajos tipos de interés²⁴. A la luz de las necesidades de desapalancamiento aún pendientes, el ajuste a la baja de los stocks de deuda privada representaría una rémora para el crecimiento, en términos de dinámica moderada de consumo e inversión. En este contexto, unos marcos de insolvencia que funcionaran correctamente contribuirían a reducir el nivel de sobreendeudamiento

²⁴ Los efectos de la elevada deuda de las empresas probablemente seguirán pesando en la economía. El alto nivel de deuda privada va generalmente asociado a un bajo crecimiento a medio plazo, aunque fijar umbrales de deuda específicos puede resultar complicado desde un punto de vista analítico [véanse referencias en Chen et al. (2015). «Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts», *Working Paper 15/35*, Fondo Monetario Internacional, Washington]. También se considera que la deuda ha sido perjudicial para los resultados económicos posteriores a la crisis [véase Bornhorst, F. y Ruiz Arranz, M. (2013). «Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area», *Country Report 13/232*, Fondo Monetario Internacional, Washington; y Banco Central Europeo (BCE), (2012), «Corporate Indebtedness in the Euro Area», *Monthly Bulletin* (febrero): 87–103.

resolviendo el problema de la deuda inviable, con la consiguiente atenuación del lastre para el crecimiento asociado al desapalancamiento.

Los avances en el proceso de desapalancamiento han sido desiguales, y la reducción de la deuda privada se debió principalmente a los flujos de crédito negativos en la mayoría de los Estados miembros. Según datos de Eurostat, a nivel del conjunto de la UE, los stocks de deuda de los hogares y las sociedades no financieras en términos consolidados representaban, respectivamente, el 64,6 % y el 77,7 % del PIB de la UE en 2014, frente al 68,0 % y el 82,5 % en 2009. Desde que los niveles de deuda alcanzaron su cota máxima, los avances en el proceso de desapalancamiento han sido desiguales, observándose verdaderas reducciones del endeudamiento con más frecuencia en el sector empresarial (*gráficos 6a y 6b*). La evolución reciente muestra una imagen muy dispar del proceso entre países y sectores (*gráficos 7a y 7b*). Durante 2014 y principios de 2015, el reembolso activo de la deuda de los hogares se vio facilitado por una contribución favorable del crecimiento en Irlanda y, en menor medida, en Portugal, España y Hungría. Se llevó a cabo un desapalancamiento pasivo en el Reino Unido y Dinamarca, que redujeron las ratios deuda/PIB gracias a la contribución favorable del crecimiento, manteniendo a la vez el flujo del crédito a los hogares. Por el contrario, la deuda de los hogares siguió aumentando en Suecia, Finlandia, Francia, Bélgica, apoyada por flujos de crédito positivos. En algunos casos, también las empresas emprendieron un desapalancamiento activo, concomitante con una contribución favorable del crecimiento nominal. Es lo que ocurrió en Letonia, Irlanda, Dinamarca, Eslovenia y Portugal. El desapalancamiento pasivo de las empresas solo tuvo lugar en un número limitado de países (por ejemplo, en el Reino Unido y la República Checa). No obstante, el desapalancamiento de las empresas fracasó en algunos Estados miembros, como Chipre y Grecia, cuyas ratios deuda/PIB empeoraron a pesar de un aumento del ahorro, habida cuenta de la evolución negativa del PIB nominal. La deuda de las empresas aumentó en algunos Estados miembros, como Austria, Francia, Eslovaquia, Polonia y, en menor medida, Alemania, sostenida por flujos de crédito positivos²⁵.

²⁵ Es probable que las variaciones de los tipos de cambio, en particular la depreciación del euro en el segundo semestre de 2014, hayan causado efectos de valoración significativos, aumentando el valor de las deudas no denominadas en euros, por ejemplo en Irlanda o en los Países Bajos.

Gráfico 7a: Factores determinantes del desapalancamiento de los hogares (variación interanual en el primer trimestre de 2015)

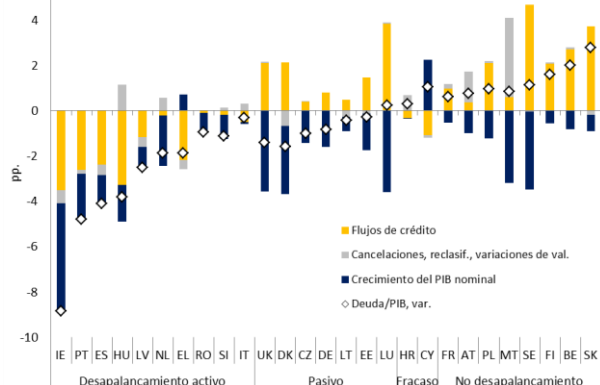
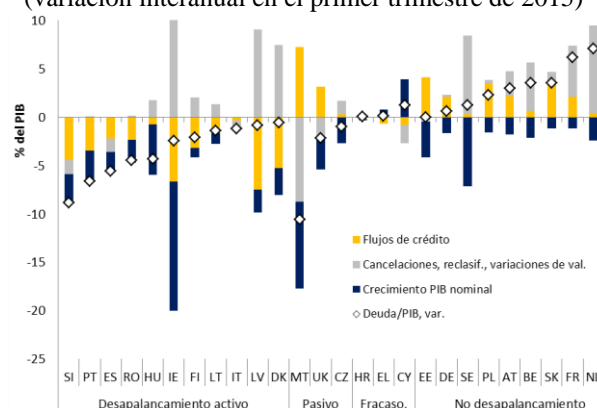


Gráfico 7b: Factores determinantes del desapalancamiento de las sociedades no financieras (variación interanual en el primer trimestre de 2015)



Fuentes: Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.

Notas: Los gráficos presentan un desglose de la evolución de las ratios deuda/PIB en tres componentes: flujos de crédito, crecimiento del PIB nominal («efecto denominador») y otras variaciones del stock de deuda. Puede lograrse una reducción del apalancamiento mediante diferentes combinaciones de reembolso de la deuda, crecimiento de la economía y otras variaciones del stock de deuda pendiente. El desapalancamiento *activo* implica el reembolso neto de la deuda (flujos de crédito netos negativos), lo que por lo general conduce a una contracción nominal del balance del sector y tiene, siempre que las demás condiciones no varíen, efectos adversos en la actividad económica y los mercados de activos. Por otra parte, el desapalancamiento *pasivo* consiste en la compensación de los flujos de crédito netos positivos con un mayor crecimiento del PIB nominal, lo que conduce a una reducción gradual de la ratio deuda/PIB. El desapalancamiento activo puede *fracasar* si los efectos deflacionistas sobre el PIB provocan un estancamiento o incluso un aumento de la ratio deuda/PIB²⁶.

Las vulnerabilidades del sector bancario en una serie de Estados miembros parecen indicar que las dificultades de acceso a la financiación pueden seguir desempeñando un papel en la dinámica de la deuda. La situación global del sector bancario ha mejorado en la mayoría de Estados miembros. Se han repuesto los niveles de capital, que ahora se sitúan en ratios en general más seguras²⁷. Además, se ha avanzado en lo que respecta al marco institucional relativo a la reestructuración y la resolución bancarias, lo que reduce el riesgo de interrelaciones negativas entre bancos y emisores soberanos. No obstante, las vulnerabilidades y las presiones relacionadas con el desapalancamiento en el sector financiero son aún evidentes en varios Estados miembros, tal como también refleja el retroceso del indicador relativo a los pasivos financieros en varios casos. En Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Hungría, Portugal, Bulgaria, Rumanía y Eslovenia, los balances de los bancos siguen padeciendo altas ratios de préstamos no productivos, que, en algunos casos, siguieron aumentando en 2014 (*gráfico 8*). En Austria, su elevada exposición a la evolución del entorno externo puede ser también una fuente de vulnerabilidad. Desde mediados de 2014, la dependencia respecto de la financiación de los bancos centrales ha detenido su caída, lo que apunta a una posible interrupción de la reducción de la fragmentación financiera o a una reorientación de la financiación de los bancos hacia fondos oficiales más baratos²⁸. Además, en varios Estados miembros el contexto de débil crecimiento y bajos tipos de interés está

²⁶ Para una presentación detallada, véase P. Pontuch, «Private sector deleveraging: where do we stand?», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2014(4): 7-19.

²⁷ Véase Banco Central Europeo (2015), «Financial Stability Review», mayo de 2015, y «Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System», 2015, JC 2015 007.

²⁸ Desde el verano pasado, la reducción global de los saldos de TARGET2 parece haberse interrumpido, impulsada principalmente por la evolución en Italia, Grecia y España.

lastrando la rentabilidad de los bancos²⁹. En esta coyuntura, teniendo en cuenta las presiones en favor del desapalancamiento en los sectores financiero y no financiero, la contracción del crédito continuó en 2014 en los países más vulnerables.

En 2014, la evolución de los precios de la vivienda reflejó distintas posiciones en la UE en cuanto a los ciclos de la vivienda (gráfico 9). La variación anual de los precios de la vivienda deflactados en 2014 osciló entre un descenso de más del 5 % en Eslovenia y Grecia y subidas muy por encima del umbral indicativo (6 %) en Irlanda y Estonia. Esta ampliación de la distribución refleja la diversidad de las posiciones con respecto al ciclo de la vivienda y de los riesgos³⁰. En algunos Estados miembros, los precios sufrieron un fuerte ajuste durante la crisis y alcanzaron unos niveles muy por debajo de lo que podrían sugerir los indicadores económicos fundamentales. Este es el caso de los precios de la vivienda en Irlanda, que aumentaron considerablemente durante el pasado año. Del mismo modo, Hungría, Estonia, Lituania y Eslovaquia también registraron importantes aumentos de los precios reales de la vivienda. En estos países, los precios de la vivienda se consideran todavía infravalorados, con lo que el ritmo de la recuperación puede no indicar una nueva acumulación de riesgos en un futuro próximo. Por el contrario, en los Estados miembros en los que los precios de la vivienda siguen considerándose sobrevalorados, como en Suecia o el Reino Unido, estos precios aumentaron desde niveles de valoración ya muy elevados y requieren un atento seguimiento³¹.

²⁹ El bajo nivel de los tipos de interés también afecta significativamente a la rentabilidad del sector de seguros de vida, con la aparición de desajustes en materia de rentabilidad entre los bajos rendimientos de los bonos del Estado y las garantías ofrecidas a los clientes.

³⁰ La evolución de los precios de la vivienda se ha de examinar en relación con una evaluación del desajuste de estos precios.

³¹ Suecia y Luxemburgo son los únicos países donde los precios de la vivienda apenas se han visto afectados por la crisis y no han dejado de aumentar desde mediados de la década de 1990. En el Reino Unido, los precios de la vivienda deflactados fueron objeto de una corrección de aproximadamente el 18 % a partir de la cota máxima del tercer trimestre de 2007 hasta 2012, pero se incrementaron un 8 % en 2014, y han seguido al alza a lo largo de 2015.

Gráfico 8: Ratios de préstamos no productivos

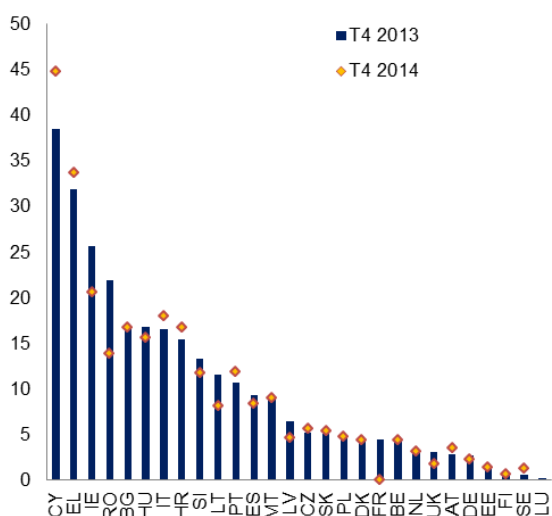
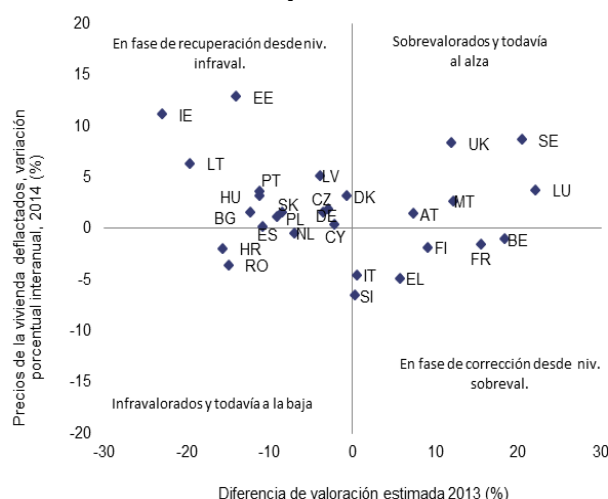


Gráfico 9: Precios de la vivienda: niveles de valoración en 2013 y variaciones en 2014



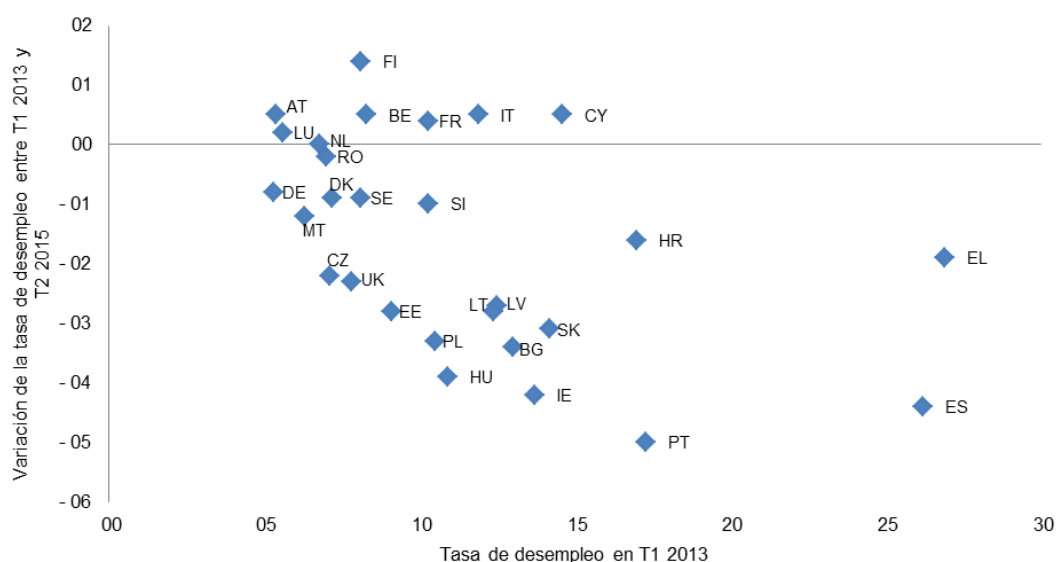
Fuentes: Para el gráfico 8: FMI y BCE; para el gráfico 9: Eurostat, BCE, BPI, OCDE y cálculos de los servicios de la Comisión.

Notas: En el gráfico 8, todas las cifras proceden de datos del FMI, excepto en el caso de FR, en que los datos del FMI para el 4º trimestre de 2013 se extrapolan a 2014 con la modificación del BCE para el 1º trimestre de 2014, y en el caso de FI, en que se utilizan datos del BCE. En el caso de LU, no se dispone de cifras del FMI o el BCE para 2014. En el gráfico 9, la diferencia de sobrevaloración se estima como media de las diferencias de valoración en relación con las ratios precio/ingresos, precio/alquiler y los modelos fundamentales³².

Aunque sigue elevado, el nivel de la deuda pública ha empezado a retroceder gracias a los esfuerzos de saneamiento presupuestario realizados y al repunte del crecimiento. La deuda de las administraciones públicas, que viene aumentando a un ritmo rápido desde 2007, solo empezará a disminuir el presente año, manteniéndose en niveles históricamente muy elevados. La reducción del nivel general de deuda pública resulta tanto del descenso continuado del déficit general de las administraciones públicas como de la recuperación del crecimiento nominal. De hecho, ajustada en función del ciclo, la orientación de la política presupuestaria en la zona del euro y en la UE es neutra en líneas generales y propicia para una evolución a la baja de la deuda, apoyando al mismo tiempo la incipiente recuperación económica. Sin embargo, en varios países, entre ellos Grecia, España, Francia, Italia o Portugal, el ajuste presupuestario se ralentizará, a pesar de los elevados niveles de deuda pública.

³² Una estimación de la diferencia relativa al desajuste de los precios de la vivienda se obtiene calculando la media de tres indicadores de valoración: i) la diferencia en cuanto a asequibilidad (la distancia con respecto a la media a largo plazo de la ratio precio/ingresos); ii) la diferencia en cuanto a rendimiento (la distancia con respecto a la media a largo plazo de la ratio precio/alquiler); y iii) una estimación de las desviaciones de los precios de la vivienda respecto de los valores de equilibrio, justificadas por los indicadores fundamentales de la demanda y la oferta de viviendas. Para más información, véase Comisión Europea: «Housing market adjustment in the European Union», recuadro 1.3, en «European Economic Forecast-Spring 2014», *European Economy* 2014(3).

Gráfico 10: Evolución de la tasa de desempleo desde 2013



Fuente: Eurostat.

Notas: La cifra más reciente corresponde al segundo trimestre de 2015, excepto en EE, IT y UK (T1 de 2015) e IE, NL, FI y SE (T3 de 2015)

Recuadro 3: Evolución del empleo y de la situación social

Las condiciones del mercado de trabajo en la UE están mejorando y las diferencias entre los Estados miembros se reducen, aunque la situación social en muchos Estados miembros sigue siendo grave.

Mensajes principales del cuadro de indicadores del IMA

En 2014, las tasas de desempleo en la UE siguieron siendo muy elevadas en varios países y la media de tres años superó el umbral del 10 % en doce Estados miembros (Bulgaria, Irlanda, Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Portugal y Eslovaquia). Globalmente, en 2014, la tasa de desempleo (grupo de edad 15-74 años) se situó en el 11,6 % y el 10,2 % en la zona del euro y en la UE, respectivamente. Sin embargo, al afianzarse la recuperación económica, en 2014 se inició un retroceso relativamente generalizado de la tasa de desempleo: entre 2013 y 2014, el paro disminuyó, sobre una base anual, en 0,4 puntos porcentuales en la zona del euro y en 0,7 puntos porcentuales en la UE. En los países con altas tasas de desempleo, la mejora fue mayor, lo que contribuyó a una reducción de la dispersión en la UE y en la zona del euro. El descenso del desempleo fue particularmente acusado en Portugal, España, Irlanda y los Estados bálticos, pero también en Hungría, Bulgaria, el Reino Unido y Polonia. Por el contrario, la tasa de desempleo subió en Italia y Finlandia, mientras que en Alemania y Francia básicamente se estabilizó. En general, la mejora fue más pronunciada de lo que cabría esperar del crecimiento del PIB, gracias a la mejora de la confianza, a los efectos visibles de las reformas estructurales y a la reducción de los CLU, mientras que el número de horas trabajadas se mantuvo a un nivel moderado. En el primer semestre de 2015, la tasa de desempleo siguió bajando en la gran mayoría de los países de la UE. El descenso ha sido constante en particular en los países que experimentaron un rápido incremento de la tasa de desempleo durante la crisis, como Grecia, España, Chipre y Portugal.

Las tasas de actividad siguieron mostrando resiliencia en la mayoría de los países. En términos agregados, entre 2013 y 2014 se registró un aumento de 0,2 puntos porcentuales y 0,3 puntos porcentuales en la zona del euro y en la UE, respectivamente, atribuible en gran parte al aumento estructural de la participación de las mujeres y los trabajadores de más edad, que continuó en casi todos los países. También refleja en parte la disminución de la población en edad de trabajar, en particular en los Estados bálticos y, en menor medida, en los países afectados por la crisis de la deuda soberana. La variación en puntos porcentuales en tres años de la tasa de actividad supera el umbral (negativo) solamente en dos Estados miembros, a saber, Portugal y Dinamarca. En ambos países, esta

evolución es en gran parte imputable a la disminución de la participación de los jóvenes, que no se compensa totalmente con un aumento de la participación de los trabajadores de más edad; no obstante, esta evolución debe ponerse en relación con el descenso observado de las tasas de jóvenes que no estudian ni trabajan ni siguen una formación («ni-ni»), que apunta a un aumento de las tasas de escolarización. La combinación de tasas de actividad resilientes y un crecimiento positivo del empleo se tradujo en una reducción de las tasas de desempleo en la mayoría de los Estados miembros en 2014. En general, el crecimiento del empleo fue más pronunciado en el sector de bienes y servicios exportables, reflejando en particular un patrón sectorial del crecimiento de los salarios favorable, en general, a la reasignación de la producción del sector de bienes y servicios no exportables al sector de bienes y servicios exportables, algo necesario para el reequilibrio exterior de los países deficitarios de la zona del euro.

Globalmente, la mejora de las tasas de desempleo va asociada sobre todo a una reducción de las tasas de despido, mientras que las tasas de búsqueda de empleo, pese a progresar, se mantienen por debajo de los niveles anteriores a la crisis. En particular, la recuperación de las tasas de búsqueda de empleo no ha sido suficiente para evitar un aumento de las *tasas de desempleo de larga duración*, que ha sido especialmente importante durante los tres últimos años en once Estados miembros, en especial en Grecia, España, Portugal, Chipre e Italia; por el contrario, el desempleo de larga duración ha retrocedido en Alemania, los Estados bálticos, Hungría y el Reino Unido. La persistencia del desempleo de larga duración tiene consecuencias para la eficiencia de la adecuación entre la oferta y la demanda en el mercado laboral y el riesgo de que el desempleo se enquisté («histéresis del desempleo»)³³. Su elevado nivel es también motivo de preocupación por sus graves repercusiones de orden social, como la disminución del capital humano y el aumento de la pobreza en la UE desde la crisis³⁴.

Aunque la *tasa de desempleo juvenil* descendió a un ritmo más rápido que el desempleo general, sigue siendo elevada y en 2014 se situó en el 23,7 % y el 22,2 % en la zona del euro y en la UE, respectivamente. En paralelo con el desempleo total, el desempleo juvenil empezó a disminuir en el segundo semestre de 2013, con nuevas mejoras en 2014 y principios de 2015. Entre los países con altas tasas de desempleo juvenil, Grecia, Croacia, Portugal, Eslovaquia, Bulgaria, Chipre y España registraron reducciones sustanciales desde el máximo de 2013. Italia destaca como el único país con un desempleo juvenil elevado donde la situación siguió deteriorándose durante la mayor parte de 2014. La reciente mejora global del empleo juvenil resulta, no obstante, insuficiente. En consecuencia, trece Estados miembros (Bélgica, Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Finlandia) siguen superando el umbral del indicador de variación en tres años. La disminución del paro juvenil va acompañada en la mayoría de los países de una disminución de la proporción de jóvenes que no estudian ni trabajan ni siguen una formación. La tasa de jóvenes «ni-ni» ha descendido al 12,4 % en 2014, pero sigue estando muy por encima de los niveles anteriores a la crisis. Las tasas más elevadas se registran en Irlanda, Chipre, España, Rumanía, Croacia, Grecia, Bulgaria e Italia, siendo Italia, Chipre y Croacia los países que han experimentado los mayores aumentos en los últimos tres años. La tasa de desempleo juvenil es un indicador temprano del deterioro de las condiciones del mercado de trabajo. También anuncia una menor producción potencial (a través de una pérdida de desarrollo de competencias, efectos «cicatriz» e ingresos no percibidos en el futuro) y está asociada a un nivel más elevado de exclusión social.

La prolongada evolución adversa de la situación social y del empleo puede tener un impacto negativo en el crecimiento del PIB potencial de muy diversas formas y amenaza con agravar los desequilibrios macroeconómicos.

³³ Véase Draghi, M. (2014), «Unemployment in the euro area», discurso pronunciado en el simposio anual de los bancos centrales en Jackson Hole, 22 de agosto de 2014, y Arpaia, A., Kiss, A. y Turrini, A. (2014) «Is unemployment structural or cyclical?». «Main features of job matching in the EU after the crisis», *European Economy, Economic Papers* 527, septiembre de 2014.

³⁴ Véase Duiella, M. y A. Turrini (2014), «Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers», *ECFIN Economic Brief*, nº 31, mayo de 2014.

La movilidad laboral dentro de la UE siguió aumentando en 2014, aunque los flujos se mantuvieron por debajo del nivel registrado antes de 2008. Los flujos entre Este y Oeste representan todavía el grueso de los desplazamientos, impulsados por las diferencias salariales y de PIB per cápita. La movilidad laboral ha atenuado las disparidades en materia de desempleo y se ha puesto de manifiesto por la mayor importancia de la movilidad Sur-Norte, de los países más afectados por la crisis a los países menos afectados. Las salidas netas aumentaron notablemente en países como Grecia, Chipre y Croacia, mientras que las entradas netas aumentaron, en particular, en Alemania y Austria. Las salidas netas se ralentizaron en España, los Estados bálticos e Irlanda, donde la situación económica ha mejorado considerablemente. Con el tiempo, los salarios han devenido más sensibles a los choques asimétricos en los mercados nacionales de trabajo, y también se ha acentuado la capacidad de respuesta de los flujos de movilidad. Con todo, su contribución a suavizar las fluctuaciones generales de la tasa de desempleo sigue siendo baja³⁵. Si bien los ciudadanos móviles de la UE presentan unas tasas medias de empleo más elevadas que las de la población de sus países de acogida³⁶, su capital humano parece a menudo infrautilizado, al igual que el de las personas nacidas fuera de la UE³⁷.

En definitiva, en la mayoría de los Estados miembros existen riesgos derivados de las vulnerabilidades o las tendencias que pueden contribuir a la inestabilidad macroeconómica o a correcciones desordenadas. El grado de gravedad y la urgencia de dar una respuesta política adecuada varían de modo significativo entre los Estados miembros, dependiendo de la naturaleza de las vulnerabilidades o de las tendencias insostenibles, así como de que estén circunscritas a uno o varios sectores de la economía:

- En algunos Estados miembros, las vulnerabilidades están presentes principalmente con respecto al sector exterior, en forma de *posición de inversión internacional neta muy negativa*. Es el caso de las economías en fase de aproximación económica, como Rumanía y, en menor medida, Polonia, Letonia, Lituania, Eslovaquia y la República Checa.
- Algunos países se caracterizan por *superávits por cuenta corriente amplios y persistentes*. Es el caso, en particular, de Alemania y los Países Bajos, cuyos superávits considerables y su stock creciente de activos externos netos pueden implicar un aumento de los riesgos de acreedor y son potencialmente pertinentes para el resto de la zona del euro.
- La combinación de *una abultada deuda pública y una tendencia a la baja del crecimiento potencial o la competitividad* suscita preocupación en varios países, a pesar de la ausencia de riesgos para la sostenibilidad externa, ya que aumenta la probabilidad de trayectorias inestables de la ratio deuda/PIB y la vulnerabilidad ante

³⁵ Comisión Europea (2015), «Labour Market and Wage Developments in Europe 2015», parte II, capítulo 1: «Labour mobility and labour market adjustment in the EU».

³⁶ En 2014, la tasa de empleo de las personas nacidas en otro país de la UE era del 67 %, mientras que la de las personas nacidas en el país de residencia era del 65 %. La tasa de empleo de las personas nacidas fuera de la UE era del 57 % (fuente: estadísticas de Eurostat sobre población activa, grupo de edad: 15 a 64 años).

³⁷ En 2014, la tasa de desempleo de las personas nacidas en otro país de la UE era del 13 %, mientras que la de las personas nacidas en el país de residencia era del 10 %. La tasa de desempleo de las personas nacidas fuera de la UE era del 19 %. La tasa de «sobrecualificación», que refleja los trabajadores con un elevado nivel de formación que ocupan puestos de trabajo de baja o media cualificación, también era notablemente más elevada para los trabajadores móviles de la UE que para los autóctonos, e incluso más elevada para las personas nacidas fuera de la UE. (Fuente: estadísticas de Eurostat sobre población activa).

perturbaciones adversas. Es el caso de los países de importancia sistémica, como Italia o Francia, pero también de economías más pequeñas, como Bélgica.

- En algunas economías, puede que *las vulnerabilidades y las tendencias insostenibles* queden *circunscritas a sectores concretos de la economía*. En Suecia, el principal motivo de preocupación es el aumento constante de los precios de la vivienda y la deuda de los hogares. En los Países Bajos, la deuda de los hogares es una de las más elevadas de la UE, a pesar del actual proceso de desapalancamiento, y contribuye al superávit por cuenta corriente del país, junto con otros factores estructurales, como la atonía de la inversión. En ambos casos, tendencias internas contribuyen a los elevados superávits por cuenta corriente, que, por lo demás, reflejan características estructurales de la economía, como la estructura tributaria o la presencia de un gran número de empresas multinacionales. El Reino Unido también está experimentando un aumento de los precios de la vivienda que merece ser objeto de un estrecho seguimiento. Su déficit por cuenta corriente, que refleja en particular un consumo sostenido, no parece revelar un deterioro significativo de la competitividad de precios. Las presiones de financiación en el sector financiero austriaco pueden constituir un factor de vulnerabilidad. En Estonia, los riesgos ligados a la acumulación de presiones de la demanda en la economía nacional puede requerir seguimiento. Finlandia se enfrenta a una complicada transformación estructural de su economía como consecuencia de la reducción del sector electrónico. Dinamarca también entra en esta categoría, habida cuenta de la elevada deuda de los hogares, aunque la evaluación de riesgos actual no apunta a la necesidad de ahondar en la investigación. Este es también el caso de Luxemburgo y Malta, donde los riesgos asociados al alto nivel de deuda privada son limitados.
- Algunos Estados miembros adolecen de vulnerabilidades en forma de *grandes stocks de pasivos netos*, tanto internos como externos, *en relación con una amplia gama de sectores*. Es el caso, en particular, de los países que solían registrar grandes déficits por cuenta corriente junto con un auge del crédito en su economía nacional, contribuyendo simultáneamente a una posición de inversión internacional neta muy negativa y a un elevado endeudamiento privado. En general, tales países se ven confrontados actualmente a importantes necesidades de desapalancamiento en un contexto caracterizado por un margen presupuestario limitado, abundantes préstamos no productivos y unos niveles inaceptables de desempleo. En esta situación se encuentran fundamentalmente países de la zona del euro como Portugal, España, Chipre, Irlanda, Grecia y Eslovenia. Los países de la Europa Oriental, como Hungría, Croacia y Bulgaria, también se enfrentan a dificultades derivadas de los elevados pasivos externos e internos. Ello supone todo un reto, especialmente en Hungría y Bulgaria, donde el sector bancario aún debe llevar a cabo un proceso de reestructuración.

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

En la presente sección se ofrece una breve lectura económica del cuadro de indicadores y las variables auxiliares de cada Estado miembro. Junto con el debate de cuestiones transnacionales, ayuda a establecer los Estados miembros sobre los que deben prepararse exámenes exhaustivos. Como se ha explicado anteriormente, la Comisión determinará si existen desequilibrios o desequilibrios excesivos sobre la base de estos exámenes exhaustivos.

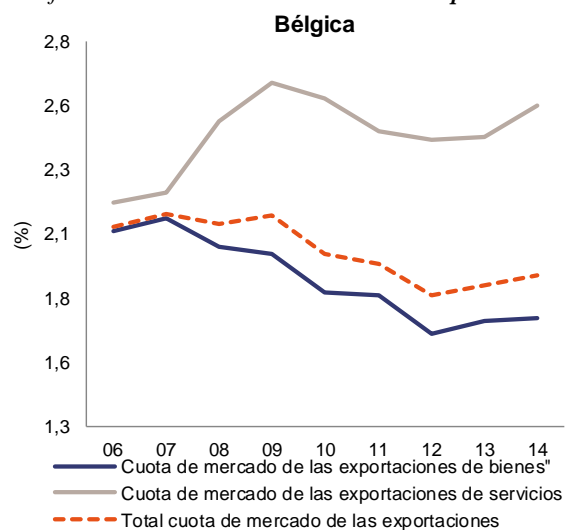
El PDM no se aplica a los Estados miembros que se benefician de ayuda financiera en apoyo de sus programas de ajuste macroeconómico³⁸ (actualmente Grecia y Chipre). Sin embargo, las observaciones que se exponen a continuación se refieren también a Chipre. La situación de Chipre en el contexto del PDM, incluida la preparación de un examen exhaustivo, se estudiará cuando finalice la ayuda financiera actual.

Véase en el anexo estadístico la serie completa de estadísticas que han servido de base para la preparación de la presente lectura económica y de todo el Informe.

Bélgica: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Bélgica estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, en particular en relación con la competitividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda privada y pública, así como el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

Tras un segundo año de aumento de la cuota de mercado de las exportaciones, el indicador mejoró en 2014 y poco a poco se aproxima al umbral. Esta mejora coincide con una consolidación de la balanza por cuenta corriente y la estabilidad de los costes laborales unitarios. Se espera que ambos se consoliden aún más en 2015, debido a una relación de intercambio favorable y al bajo crecimiento de los costes laborales. En conjunto, pese a seguir señalando algunos problemas, el cuadro de indicadores apunta a una posición exterior estable e incluso en curso de mejora. Los indicadores de endeudamiento se han mantenido en general estables durante varios años, aunque a un nivel notablemente por encima de los umbrales respectivos. La elevada deuda de las empresas refleja el impacto de la generalización de los préstamos intragrupo, que debe tenerse en cuenta. El nivel de deuda de los hogares sigue siendo moderado, con riesgos parcialmente compensados por la acumulación de activos financieros. La deuda pública se mantiene estable, mientras que los pasivos contingentes del sector público frente a las

Gráfico A1: Cuotas de mercado de las exportaciones



Fuente: Eurostat

³⁸ Este enfoque, que evita una duplicación de los procedimientos y de las obligaciones de notificación, se ha establecido en el Reglamento (UE) nº 472/2013 (DO L 140 de 27.5.2013, p. 1). Asimismo, está en consonancia con la propuesta de la Comisión relativa a un instrumento de ayuda financiera a los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro [COM(2012) 336, de 22.6.2012].

entidades financieras se han reducido en mayor medida. El sector financiero prosiguió su desapalancamiento, a pesar del aumento de los pasivos. El incremento observado en los indicadores de desempleo, incluido el desempleo juvenil y el de larga duración, es imputable principalmente al ciclo económico.

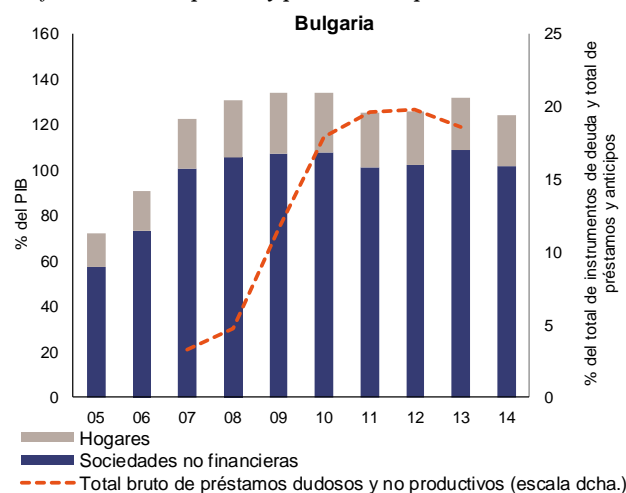
En general, la lectura económica pone de relieve problemas en el ámbito de la competitividad que requieren un análisis más pormenorizado, a fin de determinar si están evolucionando en la dirección correcta. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta los desequilibrios detectados en febrero, examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Bulgaria: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Bulgaria estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, en particular en relación con las prácticas preocupantes del sector financiero, que presentan importantes riesgos financieros y macroeconómicos. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda del sector privado, los costes laborales unitarios y el desempleo, así como un aumento del desempleo de larga duración.

El alto stock de pasivos externos sigue siendo una fuente de vulnerabilidad. Sin embargo, la posición exterior neta ha seguido mejorando, debido al saldo positivo de la cuenta corriente y de capital, así como al aumento de los activos exteriores. Al mismo tiempo, el aumento de la cuota de mercado de las exportaciones se ha ralentizado, al igual que las subidas de los costes laborales unitarios. Si bien el sector financiero parece haberse estabilizado, los problemas institucionales y reglamentarios que se pusieron de manifiesto con la quiebra del Banco Comercial Corporativo aún no se han abordado adecuadamente. La deuda del sector privado, concentrada en el sector de las sociedades no financieras, sigue siendo elevada. Si no se tratan de manera ordenada, las presiones relacionadas con el desapalancamiento podrían frenar la inversión y el crecimiento económico a corto plazo y constituir una fuente adicional de vulnerabilidad. A pesar de los anteriores esfuerzos por mejorar el entorno empresarial, el desarrollo insuficiente de los marcos de preinsolvencia e insolvencia en este país ralentizan el proceso de desapalancamiento, aumentan la incertidumbre de los participantes en el mercado y reducen el atractivo general del país para los inversores. La persistencia de problemas estructurales en su mercado laboral, como el desempleo de larga duración y la inadecuación de competencias y cualificaciones, perjudican su función de correspondencia, lo que provoca la infrautilización del capital humano e incrementa, en última instancia, los costes económicos y sociales.

En conjunto, las vulnerabilidades externas e internas, en particular en el sector financiero, siguen estando presentes. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta el desequilibrio excesivo detectado en febrero, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Gráfico A2: Deuda privada y préstamos no productivos

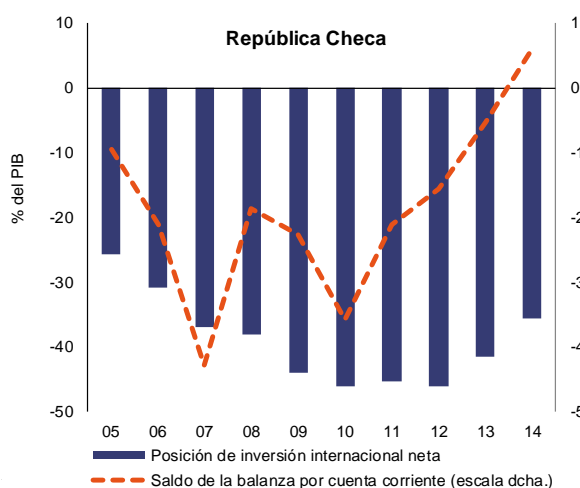


Fuente: Eurostat y BCE

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

El saldo de la balanza por cuenta corriente ha mejorado considerablemente en los últimos años, pasando a una situación de superávit anual en 2014. La PIIN se ha reducido de forma gradual y se mantiene ligeramente por encima del umbral. Los riesgos derivados de la posición exterior son limitados, ya que gran parte de los pasivos frente al exterior se contabilizan como inversiones extranjeras directas y, consiguientemente, la deuda externa neta es muy baja. No obstante, esta posición da lugar a salidas de rentas primarias que requieren superávits comerciales sostenidos a fin de mantener la sostenibilidad. La competitividad parece estable, con un

Gráfico A3: PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente



Fuente: Eurostat

crecimiento contenido de los costes laborales unitarios nominales. En 2014, se produjo una depreciación sustancial del tipo de cambio real efectivo, lo que refleja la introducción por el Banco Nacional checo de un tipo de cambio mínimo con respecto al euro a finales de 2013. Estos factores contribuyeron a un aumento general de la cuota de mercado de las exportaciones en 2014, invirtiendo la tendencia de años anteriores. Los riesgos de desequilibrios internos parecen relativamente bajos teniendo en cuenta el bajo endeudamiento privado y la debilidad de los flujos de crédito en el sector privado. El sector bancario, en gran parte en manos extranjeras, ha permanecido estable, con un aumento moderado del total de los pasivos del sector financiero en 2014 y un bajo porcentaje global de préstamos no productivos. La deuda pública ha seguido reduciéndose y se mantiene holgadamente por debajo del umbral. El desempleo disminuyó en 2014, registrándose un rápido descenso en el primer semestre de 2015; el aumento del precio de la vivienda pasó a ser moderadamente positivo.

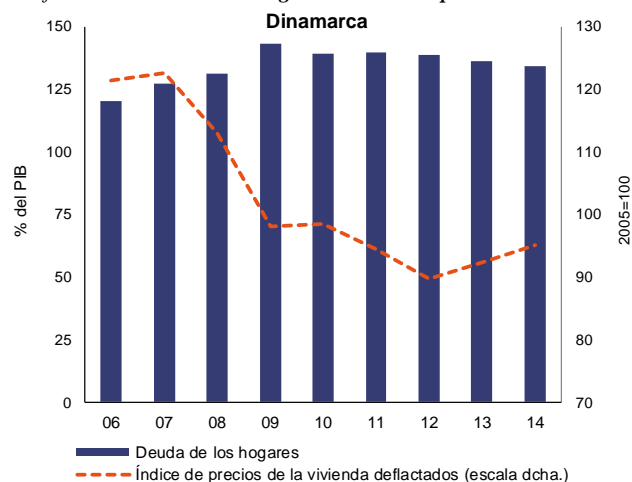
En general, la lectura económica apunta a una mejora de la competitividad exterior y un bajo nivel de riesgos internos. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

Dinamarca: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Dinamarca. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el superávit de la balanza por cuenta corriente, las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones y la deuda del sector privado, así como una disminución de las tasas de actividad.

El saldo de la balanza por cuenta corriente sigue arrojando superávits importantes y rebasa ligeramente el umbral superior del cuadro de indicadores por segundo año consecutivo. Ello refleja el mantenimiento de la debilidad de la recuperación de la demanda interna en Dinamarca y los altos ingresos procedentes de inversiones realizadas en el extranjero. La posición de inversión internacional neta es elevada, sobre todo debido al creciente volumen de

inversiones extranjeras directas netas. Se espera que el superávit por cuenta corriente disminuya a medida que la recuperación se consolide. En 2014, las cuotas de mercado de las exportaciones volvieron a retroceder y siguen siendo importantes en términos acumulados, también en comparación con otros países industrializados. Las pérdidas acumuladas reflejan en gran medida el alto nivel de los salarios y el escaso incremento de la productividad antes de la crisis y siguen constituyendo un reto para la recuperación económica. No obstante, los indicadores de la competitividad de precios se han mantenido estables en los últimos años. La deuda del sector privado es muy

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



Fuente: Eurostat

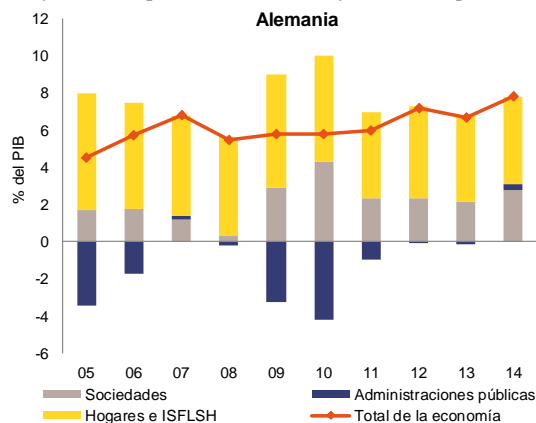
elevada, mientras que los riesgos macroeconómicos para la economía real y la estabilidad financiera siguen siendo limitados. En particular, la deuda bruta de los hogares, relativamente elevada, guarda relación con el sistema hipotecario en vigor. Los precios de la vivienda se han ido ajustando y se encuentran ahora en fase de recuperación. Los hogares han sido capaces de gestionar los ajustes de los precios de la vivienda desde 2007, con elevados niveles de deuda compensados con elevados niveles de activos. Las medidas reglamentarias y de supervisión introducidas en los últimos años parecen haber reforzado la estabilidad del sector financiero. Después de la crisis, la situación del empleo se ha estabilizado, con unos niveles de desempleo bajos y decrecientes, incluido el desempleo de larga duración; aunque las tasas de actividad se han reducido ligeramente, lo han hecho a partir de un nivel elevado y en un contexto de disminución de las tasas de jóvenes que no estudian ni trabajan ni siguen una formación.

En general, la lectura económica señala problemas vinculados al comportamiento de las exportaciones, aunque los riesgos externos y los riesgos de la deuda del sector privado son limitados. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

Alemania: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Alemania estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos que requieren medidas decididas y seguimiento, en particular en relación con el aumento de los riesgos derivados de la persistente insuficiencia de inversiones públicas y privadas, lo que perjudica al crecimiento y contribuye a los muy elevados superávits por cuenta corriente. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el superávit de la balanza por cuenta corriente, las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones y la deuda pública.

El superávit de la balanza por cuenta corriente ha seguido aumentando, impulsado también por la bajada de los precios del petróleo y la evolución favorable del tipo de cambio, y se espera se mantenga elevado en los próximos años. En 2014, la importancia relativa de la zona del euro y el resto del mundo para el superávit exterior ha permanecido estable en gran medida. La posición de inversión internacional neta es ampliamente positiva y aumenta rápidamente. La formación bruta de capital fijo se ha mantenido prácticamente al mismo nivel desde 2011. El indicador relativo a las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones mejoró gracias una vez más a las pequeñas mejoras de 2014, pero se mantiene por encima del umbral, en términos acumulados. Los costes laborales unitarios aumentan por encima de la media de la zona del euro, pero en términos acumulados persisten diferencias negativas en relación con los socios de la zona del euro. El sector privado ha continuado con el proceso de desapalancamiento y ha recibido flujos de crédito positivos, aunque reducidos. Pese al aumento de los precios de la vivienda deflactados durante los últimos años –con importantes disparidades regionales–, el indicador se mantiene por debajo del umbral, pero es necesario seguir atentamente su evolución. En Alemania, la ratio de deuda pública está por encima del umbral, aunque siguió disminuyendo en 2014. Las tasas de desempleo sumamente bajas y en disminución reflejan la solidez del mercado laboral en este país.

Gráfico A5: Capacidad/necesidad de financiación por sector



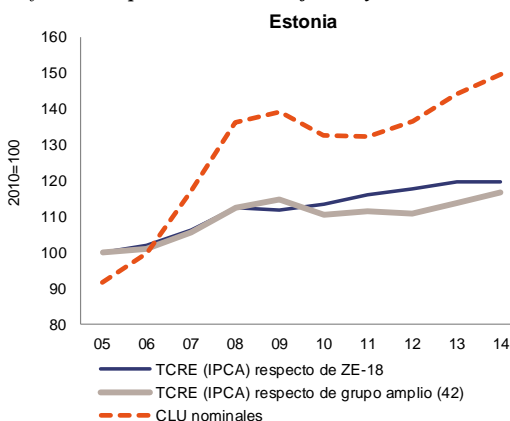
Fuente: servicios de la Comisión

En conjunto, el muy elevado y creciente superávit exterior y la fuerte dependencia respecto de la demanda externa plantea riesgos de crecimiento y subraya la necesidad de proseguir el reequilibrio hacia fuentes nacionales. Por consiguiente, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta la detección en febrero de desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento, examinar más a fondo los riesgos que conlleva la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Estonia: En los anteriores ciclos del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Estonia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), los costes laborales unitarios y los precios de la vivienda.

La PIIN negativa se mantiene por encima del umbral pero ha mejorado y más de la mitad de los pasivos exteriores son IED, lo que reduce los riesgos. El saldo de la balanza por cuenta corriente es excedentario desde 2014, gracias al incremento de las exportaciones de servicios. Pese a los importantes aumentos acumulados de cuota de mercado de las exportaciones, la mejora anual fue marginal en 2014. La fuerte subida de los costes laborales unitarios nominales refleja la limitada oferta de mano de obra y un crecimiento económico impulsado por la demanda interna, pero también los efectos de aproximación económica. El mantenimiento de un crecimiento elevado de los salarios podría afectar negativamente a la competitividad de costes. El rápido

Gráfico A6: Tipo de cambio real efectivo y CLU



Fuente: Eurostat, servicios de la Comisión

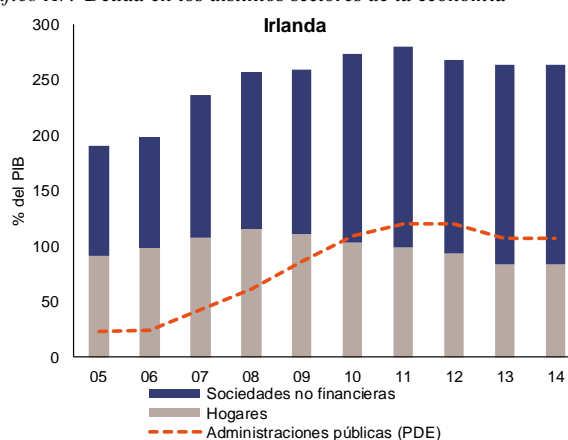
aumento de los precios de la vivienda, tras el estallido de la burbuja crediticia de 2008-2009, refleja el fuerte crecimiento salarial registrado recientemente, unas condiciones de crédito favorables, así como el predominio de las transacciones en la zona más cara de la capital. La deuda del sector privado se sitúa por debajo del umbral y sigue una trayectoria de desapalancamiento, sostenida por un fuerte crecimiento del PIB nominal y un aumento moderado del crédito al sector privado, pero sigue siendo relativamente elevada en comparación con la de países similares. Por el contrario, la deuda pública sigue siendo la más baja de la UE. La tasa de desempleo de larga duración, la tasa de desempleo juvenil y la tasa de privación material grave han mejorado considerablemente.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados a un nuevo aumento de las presiones en la economía nacional. Así pues, la Comisión considera oportuno proceder a un examen exhaustivo para analizar los riesgos subyacentes con vistas a determinar si existen o no desequilibrios.

Irlanda: En febrero de 2015, la Comisión llegó a la conclusión de que Irlanda estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, en relación, en particular, con la evolución del sector financiero, el endeudamiento de los sectores público y privado, un alto nivel de pasivos externos brutos y netos, y la situación del mercado de trabajo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda pública y privada, los precios de la vivienda y el desempleo.

Prosigue el ajuste del saldo de la balanza por cuenta corriente, que ahora presenta un importante superávit, fruto también del importante aumento de las exportaciones. La PIIN siguió siendo muy negativa en 2014, pero mejoró significativamente en comparación con 2013 y se mantiene en una trayectoria de mejora. La posición neta oculta cambios importantes en la composición de los activos y pasivos externos. Irlanda perdió cuotas de mercado de las exportaciones en los cinco años anteriores a 2014, pero ahora está muy próxima al umbral, gracias al importante aumento registrado en 2014. Ello refleja el fuerte crecimiento de las exportaciones, propiciado por la significativa recuperación de la competitividad de precios y de costes en años anteriores; los CLU siguen creciendo moderadamente, como consecuencia de la mejora de la productividad, mientras que la evolución del tipo de cambio real efectivo es favorable. El crecimiento del PIB y una contracción de los flujos de crédito contribuyeron a reducir drásticamente la deuda del sector privado en porcentaje del PIB en 2014; no obstante, la ratio sigue siendo elevada, en parte a causa de la deuda del sector empresarial en el balance de las filiales irlandesas de las multinacionales. La ratio de préstamos no productivos también sigue una tendencia a la baja, aunque sigue siendo elevada.

Gráfico A7: Deuda en los distintos sectores de la economía



Fuente: Eurostat

El aumento medio de los precios de la vivienda superó el umbral en 2014, pero tras una fuerte corrección a la baja en los últimos cinco años. Las presiones recientes reflejan en gran medida la limitada oferta, especialmente en las grandes zonas urbanas. También aumentan las

presiones en el mercado de alquiler. La deuda del sector público en porcentaje del PIB disminuyó por primera vez en 2014, pero sigue siendo muy alta. Aunque una parte significativa de esta reducción se debió a factores técnicos, se espera que la trayectoria descendente se mantenga. El indicador de desempleo sigue por encima del umbral, con niveles de desempleo juvenil y de larga duración todavía elevados; este porcentaje oculta, sin embargo, una constante disminución de la tasa de desempleo desde principios de 2013.

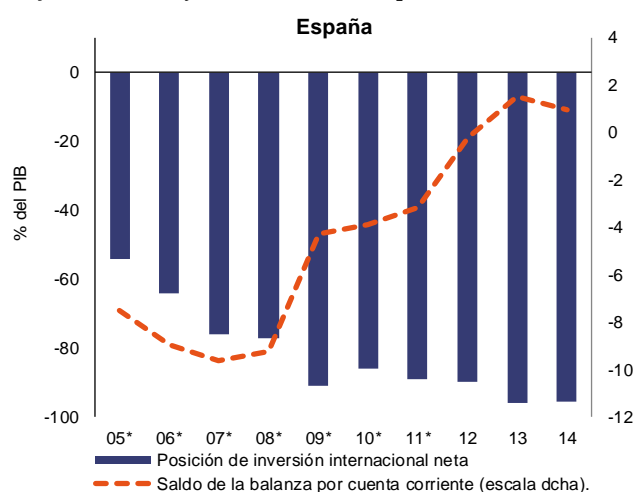
En general, la lectura económica pone de relieve problemas en relación con la PIIN, la evolución del sector financiero, la deuda privada y pública y el mercado inmobiliario. Por consiguiente, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta la detección en febrero de desequilibrios que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, examinar más a fondo los riesgos que conlleva la persistencia de los desequilibrios o su corrección. Ello se hará en coordinación con la supervisión continua posterior al programa.

España: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que España estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, en particular en relación con los riesgos asociados a los elevados niveles de endeudamiento exterior, público y privado, en un contexto de altísimo desempleo.

En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda privada y pública, el desempleo, así como el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

El reequilibrio externo ha continuado y se espera que la balanza por cuenta corriente se mantenga en superávit moderado a medio plazo. Sin embargo, la PIIN aún no ha mejorado significativamente, debido sobre todo a unos efectos de valoración negativos. La pérdida acumulada de cuotas de mercado de las exportaciones se mantiene por encima del umbral, pero el indicador mejora gracias a los aumentos anuales de los dos últimos años. La mejora del comportamiento de las exportaciones puede atribuirse en parte al restablecimiento de la competitividad de costes, observable en el crecimiento negativo de los costes laborales unitarios nominales y en la depreciación del tipo de cambio real efectivo. El proceso de desapalancamiento del sector privado continuó a lo largo de 2014 en un contexto de crecimiento negativo del crédito. Según los datos más recientes, se ha iniciado una desaceleración, ya que el crédito ha vuelto a fluir, especialmente para el sector empresarial. En cambio, la deuda pública ha seguido aumentando, como consecuencia de un déficit público importante, que, sin embargo, ha mejorado. Parece que los precios de la vivienda deflactados han tocado fondo. Si bien el desempleo retrocede rápidamente, sigue siendo muy elevado, en particular entre los jóvenes y los desempleados de larga duración. Además, la mejora del mercado de trabajo todavía no se ha plasmado en una reducción de los indicadores de pobreza, que siguen encontrándose entre los más altos de la UE.

Gráfico A8: PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente



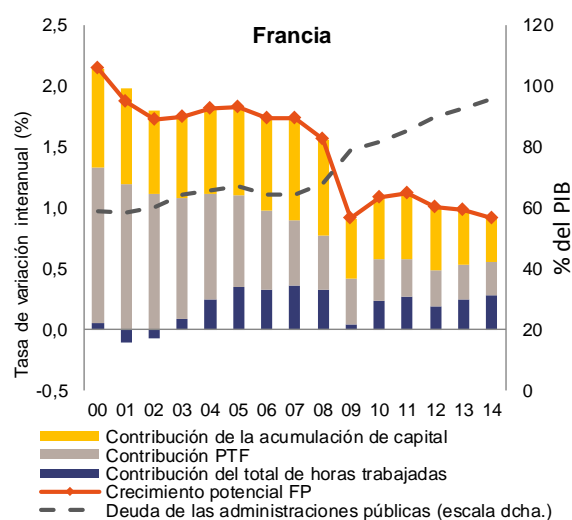
Fuente: Eurostat. Nota: * indica datos MBP5 y SEC95

En general, la lectura económica pone de relieve problemas en relación con la sostenibilidad externa, la deuda privada y pública, y el ajuste del mercado laboral. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta la detección de desequilibrios excesivos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, examinar más a fondo la persistencia de los riesgos macroeconómicos y hacer un seguimiento de la corrección de los desequilibrios excesivos. Ello se hará en coordinación con la supervisión continua posterior al programa.

Francia: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Francia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, en particular en relación con los riesgos asociados al deterioro de la competitividad y el elevado nivel de endeudamiento público. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda privada, la deuda pública, el desempleo, así como el aumento del desempleo de larga duración.

El saldo de la balanza por cuenta corriente se ha mantenido estable con un déficit moderado, mientras que la posición de inversión internacional neta ha seguido siendo negativa y continuó su deterioro en 2014. Las pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones siguen siendo muy superiores al umbral, a pesar del limitado aumento anual de 2014, que sienta las bases para una mejora de los valores del indicador en los próximos años. Los costes de la mano de obra siguen siendo elevados y continúan afectando a la competitividad de costes de las empresas. La deuda privada sobrepasa el umbral, pero las presiones relacionadas con el desapalancamiento son limitadas en un contexto de crecimiento del crédito ligeramente positivo. El elevadísimo endeudamiento de las administraciones públicas aumentó aún más en 2014 y se mantienen los riesgos derivados de la dinámica de la deuda pública en un contexto de bajo crecimiento y baja inflación. Los precios reales de la vivienda se van corrigiendo poco a poco. El ajuste del mercado de trabajo resulta problemático con el aumento del desempleo, que actualmente está por encima del umbral; a ello se suma el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

Gráfico A9: *Crecimiento potencial y deuda pública*



Fuente: servicios de la Comisión

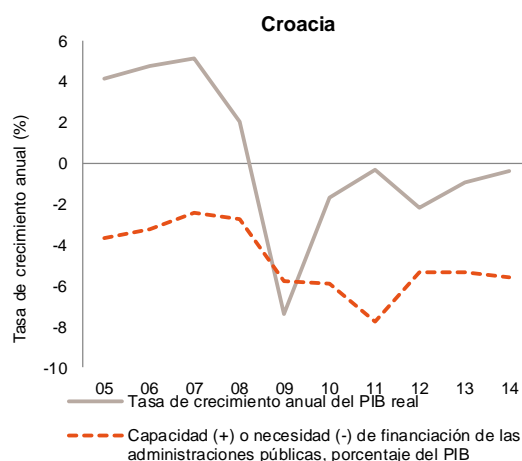
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la evolución de la competitividad y el alto nivel de deuda de las administraciones públicas, en un contexto de bajo crecimiento y baja inflación. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta el desequilibrio excesivo detectado en febrero, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Croacia: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Croacia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, en particular en relación con los riesgos asociados a un bajo nivel de competitividad, grandes pasivos externos y un aumento de la deuda pública, a lo que hay que

sumar la debilidad de la gobernanza del sector público y pésimos resultados en materia de empleo, en un contexto de débil crecimiento. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda pública, el desempleo, así como el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

El saldo de la balanza por cuenta corriente pasó a una situación de superávit en 2013, con la recuperación del volumen de las exportaciones, que superó al de las importaciones. La PIIN negativa y la elevada deuda externa neta no mejoraron y se mantienen en niveles altos. A pesar de los recientes aumentos anuales de las cuotas de mercado de las exportaciones, las pérdidas acumuladas siguen siendo muy importantes. Los indicadores de la competitividad de costes muestran cierto grado de ajuste, ya que el aumento de los costes laborales unitarios es negativo, mientras que el tipo de cambio real efectivo se mantiene estable. Aunque situada por debajo del umbral, la deuda del sector privado es muy elevada en comparación con la de países similares. Pese a la adecuada capitalización de los bancos, el crecimiento del crédito sigue siendo débil en un contexto de presiones en favor del desapalancamiento, un volumen importante de préstamos no productivos y perspectivas macroeconómicas poco halagüeñas. La deuda del sector público ha aumentado de forma constante a un ritmo sostenido desde 2008, como consecuencia de las elevadas cifras de déficit y la asunción de los pasivos contingentes. La contracción de la actividad económica registrada, junto con el limitado ajuste salarial, han pasado factura al empleo, en particular al desempleo de larga duración y al juvenil. Las personas en riesgo de pobreza o exclusión social siguen representando una parte relativamente importante de la población. No obstante, se observa recientemente una evolución económica positiva y mejores perspectivas económicas.

Gráfico A10: Crecimiento del PIB y necesidad de financiación de las administraciones públicas



Fuente: Eurostat

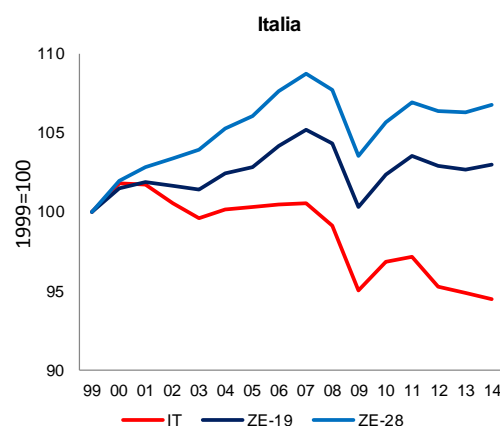
En general, la lectura económica pone de relieve riesgos en relación con la sostenibilidad de la deuda exterior y pública, y con el ajuste del mercado laboral. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta el desequilibrio excesivo detectado en febrero, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Italia: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Italia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, especialmente en relación con los riesgos asociados al elevadísimo nivel de deuda pública y la debilidad de la competitividad relacionada o no con los costes, en un contexto de atonía del crecimiento y de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda pública y el desempleo, así como el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

El superávit de la balanza por cuenta corriente mejoró en 2014, lo que contribuyó a reducir la posición de inversión internacional neta negativa, impulsada por la expansión de las exportaciones y la debilidad de la demanda interna, que, no obstante, se está recuperando en 2015. Las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones retrocedieron, gracias a

aumentos limitados de los indicadores de la competitividad de costes. El descenso de la productividad laboral y el contexto de baja inflación frenan, no obstante, la posibilidad de nuevas mejoras de la competitividad. Si bien la ratio deuda del sector privado/PIB se ha mantenido estable, la ratio de deuda pública ha seguido aumentando en 2014, impulsada por un crecimiento real negativo, la baja inflación y los continuos déficits presupuestarios. La debilidad económica también se reflejó en la disminución del peso de la inversión en el PIB, fruto en parte de la nueva ligera contracción del crédito al sector privado en 2014. A pesar de algunas mejoras registradas desde mediados de 2014, las condiciones de financiación siguen viéndose afectadas por el gran volumen de préstamos no productivos de los bancos. La tasa de desempleo alcanzó su máximo en 2014, al igual que las tasas de desempleo juvenil y de larga duración, en un contexto de elevadas tasas de jóvenes «ni-ni». Los indicadores sociales y de pobreza se mantuvieron en general estables en 2014, aunque a niveles preocupantes.

Gráfico A11: Productividad laboral total



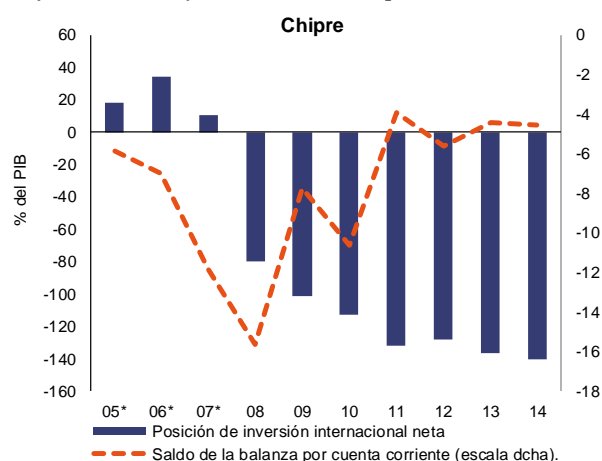
Fuente: servicios de la Comisión

En general, la lectura económica pone de relieve problemas en relación con el débil crecimiento de la productividad, que frena las perspectivas de crecimiento y la mejora de la competitividad y dificulta la reducción del endeudamiento del sector público. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta los desequilibrios excesivos detectados en febrero, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Chipre: Desde marzo de 2013, Chipre aplica un programa de ajuste macroeconómico con ayuda financiera.

Por consiguiente, la supervisión de los desequilibrios se ha realizado en el marco del programa, y no en el marco del PDM. De acuerdo con el programa, Chipre ha aplicado una serie de medidas importantes destinadas a corregir sus desequilibrios excesivos; la economía se está recuperando y el sistema bancario se va estabilizando. No obstante, en el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el déficit de la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta (PIIN), las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda del sector privado, la deuda pública y el desempleo, así como el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

Gráfico A12: PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente



Fuente: Eurostat. Nota: * indica datos MBP5 y SEC95

El déficit por cuenta corriente sigue siendo alto a pesar del ajuste e insuficiente para estabilizar el gran volumen de pasivos externos netos. Por otra parte, este ajuste ha tenido lugar principalmente mediante una contracción de las importaciones, mientras que las cuotas

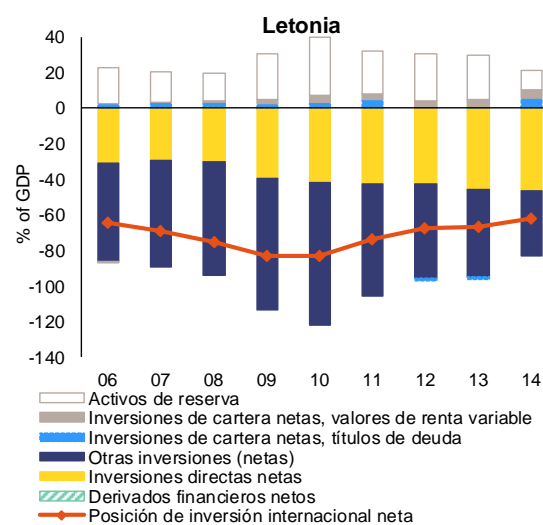
de mercado de las exportaciones acusan pérdidas acumuladas sustanciales, a pesar del aumento anual limitado de 2014. La competitividad de costes ha mejorado, tal como refleja la reducción significativa de los costes laborales unitarios y la bajada del tipo de cambio real efectivo basado en el IPCA. La deuda del sector privado sigue siendo muy elevada y el proceso de desapalancamiento avanza lentamente, tanto en el caso de los hogares como de las empresas, a pesar de importantes reformas encaminadas a resolver la ratio excesivamente elevada de préstamos no productivos en el sistema bancario. Los precios de la vivienda siguen bajando, como respuesta al ajuste en curso en el mercado de la vivienda, aunque el ritmo se ha ralentizado. La deuda de las administraciones públicas es muy elevada y presenta riesgos para la sostenibilidad presupuestaria. La tasa de desempleo, incluido el de larga duración y el juvenil, aumentó significativamente como consecuencia de la evolución económica adversa.

Globalmente, el programa de ajuste económico ha ayudado a Chipre a reducir sus desequilibrios macroeconómicos excesivos y a gestionar los riesgos asociados. La situación de Chipre en el contexto del PDM se evaluará cuando finalice el actual programa de ayuda financiera y dependerá también de las medidas postprograma que se adopten.

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

La balanza por cuenta corriente se mantiene en una situación deficitaria y la ratio de la PIIN negativa, significativamente por encima del umbral, aunque va mejorando. Al mismo tiempo, gran parte de este pasivo refleja los stocks de IED; la deuda exterior neta se sitúa en un nivel moderado y también disminuye. Aumentan las cuotas de mercado de las exportaciones, aunque a un ritmo decreciente. La mejora de la balanza comercial contribuye a limitar el déficit por cuenta corriente. Mientras tanto, las exportaciones han sido objeto de importantes reajustes en términos de productos y mercados, en un contexto de volatilidad del entorno exterior y perturbaciones significativas en el comercio con Rusia. Los costes laborales unitarios han repuntado tras la fuerte caída registrada durante la crisis y el indicador se sitúa en la actualidad ligeramente por encima del umbral. Los precios de la vivienda se están recuperando a partir de un nivel bajo. El sector financiero se mantiene sólido y el proceso de desapalancamiento sigue su curso a pesar de los bajos tipos de interés. Las ratios de deuda pública y privada se mantienen muy por debajo de los umbrales. El paro sigue una tendencia a la baja, aunque todavía se sitúa por encima del umbral. Tanto el desempleo juvenil como el de larga duración han disminuido sustancialmente durante los últimos dos años.

Gráfico A13: Posición de inversión internacional neta



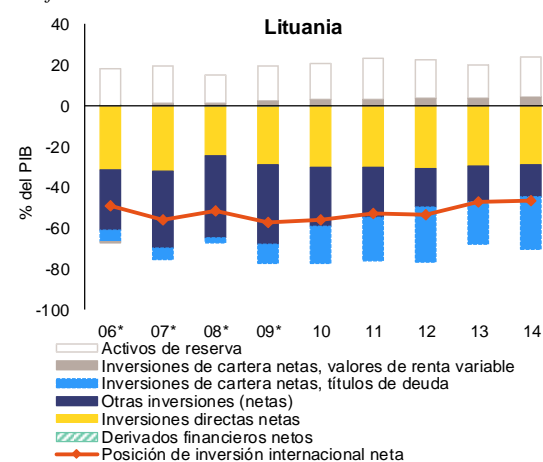
Fuente: Eurostat

En general, la lectura económica pone de relieve riesgos, aunque limitados, en el aspecto exterior, en un contexto de reequilibrio interno progresivo. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

Lituania: En anteriores ciclos del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Lituania. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), los costes laborales unitarios, los precios de la vivienda y el desempleo.

En un contexto de ajuste de la balanza por cuenta corriente, la PIIN negativa no ha dejado de mejorar durante los últimos años. Gracias a las entradas de IED, la deuda exterior neta se ha reducido sustancialmente. Hay aumentos acumulados de las cuotas de mercado de las exportaciones, aunque el ritmo ha bajado sustancialmente a causa de la disminución de las exportaciones, principalmente a Rusia. Se han registrado pérdidas limitadas de competitividad de costes, con una ligera apreciación del tipo de cambio real efectivo y un crecimiento de los CLU nominales a un ritmo ligeramente por debajo del umbral. Las ratios de deuda pública y privada se mantuvieron relativamente bajas y en el sector privado continúa el proceso de desapalancamiento. Los pasivos del sector financiero han aumentado y los flujos de crédito a las sociedades no financieras se intensificaron ligeramente en 2014. Los precios de la vivienda deflactados se han estabilizado tras las fuertes correcciones anteriores. El paro siguió bajando, aproximándose al valor del umbral, y el de larga duración y el juvenil muestran mejoras significativas.

Gráfico A14: Posición de inversión internacional neta



Fuente: Eurostat

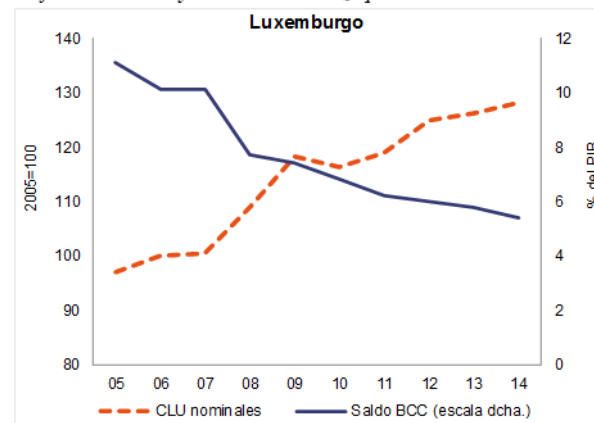
Nota: *indica datos MBP5 y SEC95 - ruptura de la serie en 2009.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el comportamiento del sector exterior, aunque de riesgo limitado. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

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

El sustancial superávit por cuenta corriente de Luxemburgo se redujo en mayor medida como consecuencia del fuerte aumento del déficit de las rentas primarias, que compensa con creces la mejora de la balanza comercial y de servicios. Gracias en parte a la contribución positiva de la productividad, en 2014 se redujo el crecimiento de los costes laborales unitarios, lo que propició un aumento importante de las cuotas de mercado de las exportaciones. El endeudamiento del sector privado (en cifras consolidadas, salvo en relación con los préstamos transfronterizos entre empresas, que son elevados) se mantuvo muy por encima del

Gráfico A15: CLU y saldo de la balanza por cuenta corriente



Fuente: Eurostat, servicios de la Comisión

Nota: datos SEC-2010 y MBP6

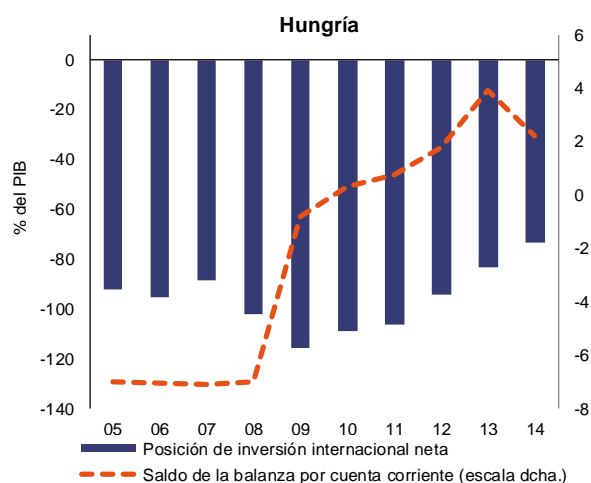
umbral en 2014. A pesar de su elevado nivel, no tiene lugar un proceso de desapalancamiento. La deuda pública es baja. Si bien los pasivos del sector financiero crecieron sustancialmente, el apalancamiento del sector financiero sigue siendo bajo; aunque existen riesgos, dada la dimensión del sector, estos son limitados. El aumento de los precios reales de la vivienda siguió acelerándose en 2014, con desajustes entre la oferta y la demanda en el mercado inmobiliario, que reducen la probabilidad de una fuerte corrección de precios. El desempleo juvenil aumentó, aunque en un contexto de bajo desempleo.

En general, la lectura económica pone de manifiesto una mejora progresiva del entorno económico, con riesgos reducidos. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

Hungría: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Hungría estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos que requieren medidas decididas, en relación, en particular, con la continuación del ajuste de la PIIN negativa y una deuda pública relativamente elevada. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones y la deuda pública.

La mejora de la balanza por cuenta corriente, en situación de superávit desde 2010, ha permitido una reducción muy rápida y constante de la PIIN, que se mantiene, no obstante, a un nivel elevado. Esta mejora ha sido impulsada principalmente por la debilidad de la demanda interna. El aumento de los costes laborales unitarios, relativamente dinámico, refleja principalmente el efecto de la relación de intercambio, mientras que el tipo de cambio real efectivo se ha depreciado. En 2014, continuó el aumento anual de las cuotas de mercado de las exportaciones, reduciéndose las pérdidas acumuladas. El sector privado

Gráfico A16: PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente



Fuente: Eurostat

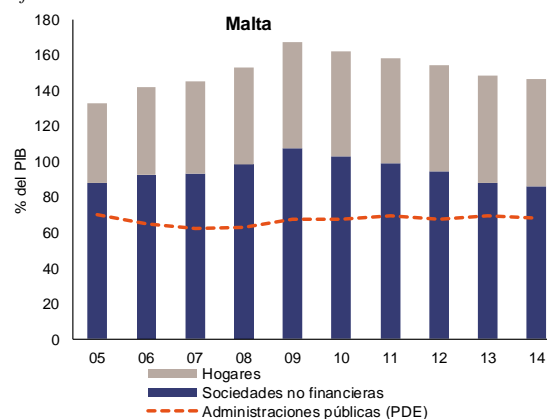
está en proceso de desapalancamiento y el nivel de préstamos no productivos sigue siendo elevado y representa una carga para el sector financiero, lo que favorece unos flujos de crédito negativos. Desde mediados de 2013, el crecimiento se ha recuperado considerablemente. El ritmo de desapalancamiento se ha frenado, por influencia también de los regímenes de préstamos subvencionados del Banco Central. La bajada de los precios reales de la vivienda parece haberse interrumpido. La deuda de las administraciones públicas ha seguido disminuyendo gradualmente, aunque a un ritmo lento. El limitado potencial de crecimiento de la economía todavía puede agravar las vulnerabilidades del país. El indicador de desempleo se situó por debajo del umbral gracias al aumento del empleo. Los indicadores de pobreza reflejan una disminución de la tasa global de personas en riesgo de pobreza o exclusión social, que, sin embargo, sigue siendo elevada.

En general, la lectura económica pone de relieve riesgos externos, aunque reducidos, mientras que la recuperación interna se ve obstaculizada por las presiones relacionadas con el desapalancamiento en un contexto de bajo potencial de crecimiento. Por consiguiente, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta la detección en febrero de desequilibrios que requieren medidas decididas, examinar más a fondo los riesgos que conlleva la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Malta: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Malta. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones y la deuda pública y privada.

El saldo de la balanza por cuenta corriente y la posición de inversión internacional neta (PIIN) mejoraron considerablemente en 2014. La mejora de la PIIN también refleja la evolución favorable de la cuenta financiera en la economía, respaldada por los cambios de la valoración de mercado y las variaciones de los tipos de cambio. Sin embargo, en los últimos años se han producido pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, que, de persistir, pueden indicar riesgos de erosión de la competitividad; no obstante, la evolución de la competitividad de costes se moderó en 2014 al ralentizarse el crecimiento de los costes laborales unitarios, mientras que el tipo de cambio real efectivo se mantuvo inalterado. La deuda privada sigue siendo elevada, sobre todo en el sector empresarial, pero la ratio deuda/PIB se va corrigiendo, lo que refleja un fuerte crecimiento económico y un crecimiento modesto del crédito. La deuda de las administraciones públicas se va ajustando lentamente a medida que se consolida el equilibrio presupuestario, principalmente gracias a un aumento de los ingresos, como consecuencia también de un entorno macroeconómico favorable. La capacidad de ajuste de la economía está respaldada por el sólido funcionamiento del mercado laboral, en particular una fuerte progresión del empleo y una baja tasa de desempleo, incluido el juvenil.

Gráfico A17: Deuda en los distintos sectores de la economía



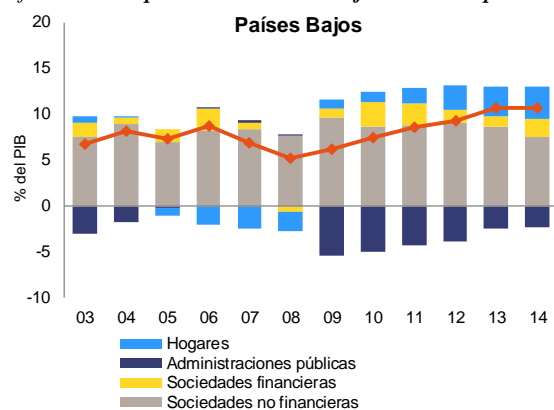
Fuente: Eurostat

En general, la lectura económica pone de relieve riesgos asociados al mediocre comportamiento de las exportaciones, riesgos externos limitados y el proceso de desapalancamiento interno en curso. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

Países Bajos: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que los Países Bajos estaban experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados, en particular, con los riesgos derivados del alto nivel de deuda privada, aunque el importante superávit por cuenta corriente puede reflejar una asignación ineficiente del capital. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el superávit de la balanza por cuenta corriente, las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda del sector privado, la deuda pública y el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

El superávit de la balanza por cuenta corriente se amplió hasta 2013, como consecuencia del desapalancamiento de los hogares, y se mantiene claramente por encima del umbral. El superávit se explica en parte por las características estructurales de la economía, como unos saldos de reexportaciones elevados y los flujos de capital de las multinacionales. También refleja el elevado nivel de los beneficios no distribuidos, y, por ende, importantes ahorros del sector empresarial, en comparación con el volumen relativamente débil de sus inversiones. No obstante, la actividad general de inversión, incluida la inversión en vivienda, parece haber cobrado fuerza en 2015 y se espera que siga recuperándose. Persisten pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones, pero los aumentos anuales de 2013-2014 apuntan a una mejora de cara al futuro. Los indicadores de la competitividad de costes son estables. La deuda del sector privado se mantiene claramente por encima del umbral, aunque estable en términos generales, a pesar de que existen presiones relacionadas con el desapalancamiento en el sector de los hogares, dada la gran proporción de estos con capital inmobiliario neto negativo. Medidas tales como la reducción de la deducibilidad de los intereses hipotecarios y de las ratios préstamo-valor deberían propiciar una progresiva, aunque lenta, disminución de la deuda de los hogares y una mayor solidez del sector financiero. La deuda pública es estable y se encuentra ligeramente por encima del umbral. El paro es relativamente limitado. El desempleo juvenil ha aumentado a partir de unos niveles bajos, pero está mejorando, y el de larga duración ha seguido una tendencia al alza, impulsado principalmente por el desempleo de los trabajadores de más edad.

Gráfico A18: Capacidad/necesidad de financiación por sector



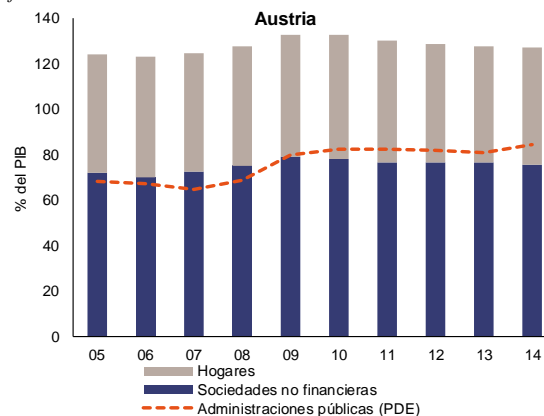
Fuente: AMECO

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con los elevados niveles de deuda privada y persistentes diferencias entre los niveles de ahorro e inversión, lo que se refleja en un elevado superávit de la balanza por cuenta corriente. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta los desequilibrios detectados en febrero, examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Austria: En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Austria. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda pública y el aumento del desempleo juvenil.

El saldo de la balanza por cuenta corriente y la posición de inversión internacional neta son positivos. Sin embargo, las pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones siguen siendo sustanciales; al mismo tiempo, la inquietud que suscita la competitividad de costes parece limitada, con un crecimiento moderado de los costes laborales unitarios y una ligera apreciación del tipo de cambio real efectivo. En 2014, la deuda de las administraciones públicas aumentó considerablemente, lo que refleja la importante

Gráfico A19: Deuda en los distintos sectores de la economía



Fuente: Eurostat

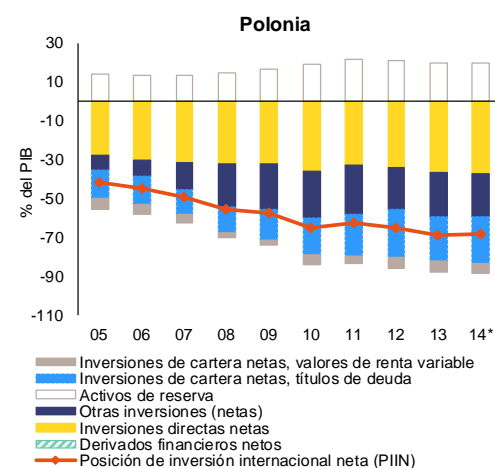
incidencia que sigue teniendo la reestructuración y liquidación de las entidades financieras en dificultades en las finanzas públicas y pone de relieve la gran interrelación todavía existente entre el sector financiero y las administraciones públicas. La lentitud en la reestructuración de estos bancos también guarda relación con la incertidumbre acerca de su marco jurídico. Han aumentado las presiones sobre los costes de financiación debido a la reducción de las calificaciones crediticias de los bancos austriacos, y a los riesgos vinculados a la exposición a Europa Central, Oriental y Sudoriental, en particular considerando los recientes acontecimientos geopolíticos en Rusia y Ucrania. Esta evolución, conjuntamente con la reestructuración de los activos necesaria para cumplir los requisitos normativos, puede estar lastrando la capacidad de préstamo de los bancos y podría tener efectos indirectos negativos en el crecimiento del crédito y de la actividad económica a nivel interno y en el extranjero. La deuda del sector privado sigue estando ligeramente por debajo del umbral, en un nivel relativamente estable, mientras que los flujos de crédito al sector privado disminuyeron de forma moderada. Las subidas de los precios de la vivienda se han ralentizado. La tasa de desempleo permanece estable, a niveles relativamente bajos, mientras que el desempleo juvenil ha aumentado, manteniéndose también a un nivel poco elevado.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el sector financiero, y, en particular, su elevada exposición a acontecimientos en el extranjero, los efectos de contagio reales y potenciales entre el sector financiero y las finanzas públicas, y el impacto en el crédito concedido al sector privado. Así pues, la Comisión considera oportuno proceder a un examen exhaustivo para analizar los riesgos subyacentes con vistas a determinar si existen o no desequilibrios.

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

La balanza por cuenta corriente se ha ajustado durante años y ahora muestra un déficit estable aunque moderado. Esta mejora obedece principalmente al fortalecimiento de las exportaciones de mercancías y a la reducción del déficit de la cuenta de rentas. Mientras que la PIIN, muy negativa, mejoró de forma marginal, la vulnerabilidad exterior es limitada, ya que las IED representan una gran parte de los pasivos externos. Se registran aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones en términos acumulados y aumentos bastante sustanciales en términos anuales tanto en 2013 como en 2014. Asimismo, los indicadores de la competitividad de costes muestran una imagen favorable, con una reducción de los CLU. La deuda del sector privado se ha mantenido en general estable, a un nivel muy inferior al de los umbrales indicativos. La deuda del sector público también se sitúa muy por debajo del umbral y se redujo en 2014 gracias a una transferencia puntual de activos del fondo de pensiones privado del segundo pilar a las administraciones públicas tras la anulación parcial de la reforma del sistema de pensiones de 1999. El sector bancario ha permanecido bien capitalizado, con liquidez y rentabilidad, a pesar del considerable stock de préstamos denominados en divisas. Tras descender durante cinco años, los precios reales de la vivienda repuntaron en 2014. En comparación con el año pasado, la tasa de desempleo se ha situado por debajo del umbral indicativo.

Gráfico A20: Posición de inversión internacional neta



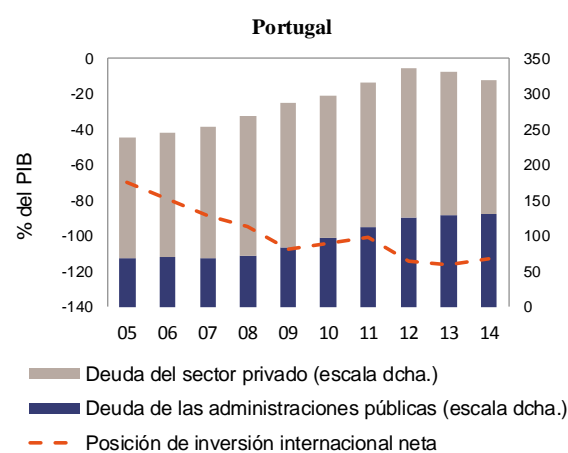
Fuente: Eurostat

En general, la lectura económica señala algunos problemas relacionados con la posición exterior, pero con riesgos contenidos. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

Portugal: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Portugal estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, en particular riesgos derivados de los altos niveles de deuda exterior, pública y privada, las presiones relacionadas con el desapalancamiento y el elevado desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores siguen por encima del umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda del sector privado, la deuda pública, el desempleo, el descenso de la tasa de actividad y un aumento del desempleo de larga duración y del desempleo juvenil.

La posición de inversión internacional neta es muy negativa, pero la sostenibilidad exterior ha ido mejorando poco a poco, gracias a un fuerte ajuste de la balanza por cuenta corriente, que se ha traducido en superávits por cuenta corriente moderados, en un contexto de mejora de las condiciones de crecimiento. El nivel de las pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones se ha reducido hasta situarse por debajo del umbral, gracias a aumentos anuales sustanciales en 2013-2014 y al ajuste de la competitividad de costes. La deuda del sector privado es muy elevada. No obstante, el desapalancamiento de las empresas se aceleró en 2014 y el crecimiento del crédito sigue siendo negativo. El alto nivel de préstamos no productivos lastra los balances de los sectores financiero y no financiero. La deuda del sector público es también muy elevada, pero está empezando a disminuir. La tasa de desempleo es alta y la débil tasa de actividad, así como los altos niveles de desempleo juvenil y de larga duración resultan preocupantes. Sin embargo, desde 2014 el paro ha bajado, en particular el juvenil y el de larga duración.

Gráfico A21: PIIN, deuda privada y deuda pública



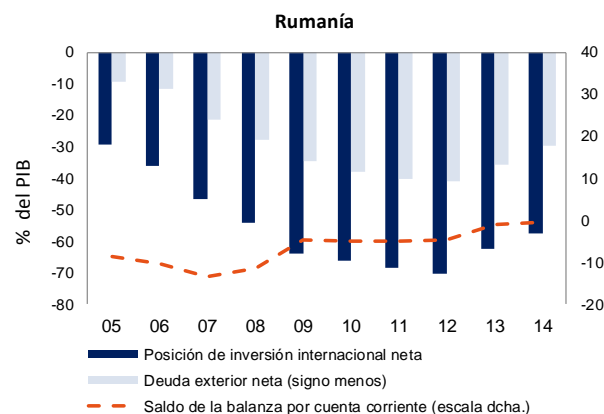
Fuente: Eurostat

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el elevadísimo endeudamiento en todos los sectores, aunque el proceso de desapalancamiento va avanzando, en un contexto de lenta mejora de las condiciones económicas. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta el desequilibrio excesivo detectado en febrero, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos. Ello se hará en coordinación con la supervisión continua posterior al programa.

Rumanía: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Rumanía estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos que requieren medidas y seguimiento, en particular los riesgos derivados de una posición de inversión internacional neta (PIIN) negativa relativamente elevada y una débil capacidad de exportación a medio plazo; si bien se preservó la estabilidad del sector financiero, las vulnerabilidades externas e internas del sector bancario se mantuvieron. En el cuadro de indicadores actualizado, la PIIN rebasa el umbral indicativo.

Esta PIIN, muy negativa, refleja la acumulación de déficits por cuenta corriente en el período anterior a la crisis, aunque sigue una trayectoria decreciente. La deuda exterior neta representa aproximadamente la mitad de la PIIN. Las entradas netas de IED han aumentado en los dos últimos años. El saldo de la balanza por cuenta corriente se ha reducido, llegando a registrar un pequeño déficit en 2014, como consecuencia sobre todo de la fuerte expansión de las exportaciones, pero puede volver a aumentar algo en el futuro. La balanza

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



Fuente: servicios de la Comisión

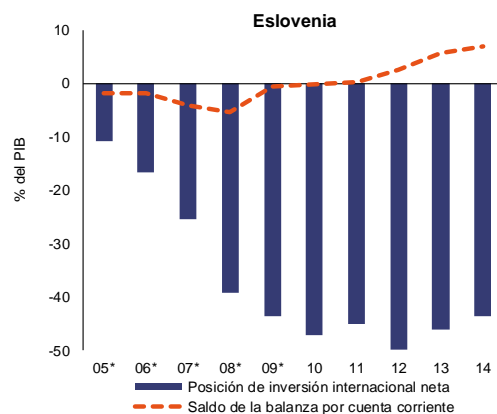
comercial se mantuvo positiva en 2014 y las cuotas de mercado de las exportaciones han registrado aumentos anuales. Los indicadores de la competitividad de costes se mantuvieron estables en 2014 y el tipo de cambio real efectivo se apreció solo ligeramente. La deuda del sector privado sigue siendo baja en términos relativos, mientras que la expansión del crédito privado se ha recuperado recientemente. El sector bancario parece bien capitalizado y la proporción de préstamos no productivos ha disminuido de forma significativa. En julio de 2015, se llevó a cabo una evaluación de los balances y una prueba de resistencia en el sector de los seguros; se ha puesto en marcha una revisión de la calidad de los activos y una prueba de resistencia en el sector bancario. La deuda pública sigue siendo baja, pero las medidas presupuestarias recientemente acordadas y los aumentos salariales *ad hoc* para algunas categorías de empleados públicos apuntan a una importante relajación presupuestaria. Los indicadores relativos al desempleo juvenil y de larga duración y a la pobreza han mejorado ligeramente en 2014.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la posición exterior, la competitividad y la sostenibilidad presupuestaria. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta los desequilibrios detectados en febrero, examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Eslovenia: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Eslovenia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, en particular los riesgos derivados de un nivel creciente de deuda pública, la interacción de la reestructuración de los sectores empresarial y bancario y el saneamiento de los préstamos no productivos subyacentes, la eficiencia de las empresas públicas, y la gran debilidad de la inversión. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda pública y el aumento del desempleo juvenil y de larga duración.

Prosiguió la fuerte corrección de la balanza por cuenta corriente, que alcanzó un superávit considerable en 2014, al aumentar las exportaciones y mantenerse la atonía de la demanda interna. Como consecuencia de ello, la PIIN ha mejorado, manteniéndose por encima, aunque cerca, del umbral. La competitividad de precios y de costes siguió mejorando, con la disminución de los costes laborales unitarios. Ello ha propiciado aumentos anuales de las cuotas de mercado de las exportaciones durante 2013-2014, a pesar de que las pérdidas acumuladas se mantienen por encima del umbral. La deuda del sector privado se redujo en 2014, gracias al impulso del desapalancamiento del sector empresarial, en gran parte debido a la contracción del crédito. También prosiguió el proceso de desapalancamiento del sector financiero, facilitado por transferencias adicionales de préstamos no productivos a la sociedad pública de gestión de activos bancarios, junto con nuevas recapitalizaciones de los bancos por parte del Gobierno. Como resultado de ello, la deuda pública total aumentó aún más y se mantiene muy por encima del umbral. La tasa de desempleo descendió en 2014, tras alcanzar su cota máxima en el año anterior. Si bien el empleo volvió a aumentar en 2014, tras cinco años de contracción, la tasa de desempleo de larga duración sigue siendo muy alta y la de desempleo juvenil descendió solo marginalmente. Ambos indicadores siguen situados por encima de sus umbrales.

Gráfico A23: PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente



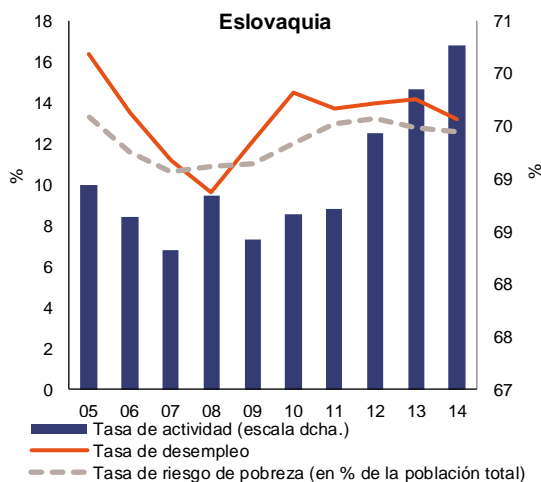
Fuente: Eurostat

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo, el desapalancamiento del sector privado y el ajuste del mercado laboral. Por consiguiente, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta los desequilibrios detectados en febrero, que requieren medidas decididas y un seguimiento específico, examinar más a fondo los riesgos que conlleva la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Eslovaquia: En los ciclos anteriores del PDM no se detectaron desequilibrios en Eslovaquia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN) y el desempleo.

El saldo de la balanza por cuenta corriente es excedentario desde 2012, pero la PIIN ha seguido deteriorándose, con la actual entrada de IED, en gran parte relacionada con la industria del automóvil. Las cuotas de mercado de las exportaciones experimentaron algunas pérdidas anuales que reflejan una apreciación modesta del tipo de cambio real efectivo y algunos incrementos, limitados, de los CLU nominales. En términos acumulados, todavía hay un aumento de las cuotas de mercado. Los flujos de crédito al sector privado se han acelerado en los últimos años, contribuyendo a la tendencia al alza de la ratio de deuda del sector privado, que, no obstante, sigue estando bastante por debajo del umbral indicativo. El sector bancario, en gran

Gráfico A24: Indicadores de mercado de trabajo y sociales



Fuente: Eurostat

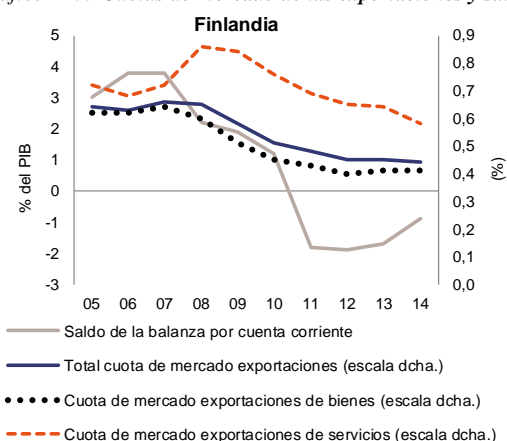
parte en manos extranjeras, está bien capitalizado y, según las estimaciones, los pasivos totales han aumentado solo moderadamente. La ratio de deuda de las administraciones públicas disminuyó de forma marginal en 2014 y se mantiene por debajo del umbral indicativo. Aunque las tasas de actividad han ido mejorando poco a poco en los últimos años, el desempleo estructural representa el problema más acuciante de la política económica.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas externos, aunque con riesgos limitados, mientras que el desempleo estructural sigue representando un reto. En consecuencia, la Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.

Finlandia: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Finlandia estaba experimentando desequilibrios económicos, particularmente en relación con la competitividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, la deuda del sector privado, así como el aumento del desempleo juvenil.

El saldo de la balanza por cuenta corriente se ha estabilizado desde 2011 en un nivel de déficit moderado, lo que refleja un ajuste de las importaciones a las menores exportaciones. Al mismo tiempo, el porcentaje de la inversión en el PIB ha disminuido a niveles históricamente bajos. La posición de inversión internacional neta presenta un pequeño superávit. Se han registrado importantes pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones, incluidas pérdidas anuales todos los años desde 2008. En 2013 y 2014, las pérdidas fueron menos graves que en años anteriores, pero, al mismo tiempo, la mayoría de los demás países de la UE experimentaron aumentos moderados de sus cuotas. Esta evolución pone de manifiesto las dificultades del proceso de reestructuración económica que siguió al declive de antaño prósperas industrias manufactureras, como el sector electrónico y el forestal. Aunque el indicador de la variación de los CLU nominales se sitúa actualmente por debajo de su umbral, la pérdida acumulada de competitividad de costes sigue siendo importante. La ratio deuda del sector privado/PIB sigue siendo elevada, sobre todo debido a la persistencia de una abultada deuda de las empresas, aunque el flujo de crédito neto al sector privado casi se estancó en 2014, a pesar de unas condiciones crediticias favorables. Por lo que se refiere a los hogares, los precios de la vivienda bajaron moderadamente en 2012-2014, corrigiendo anteriores subidas y limitando de este modo los riesgos para la estabilidad financiera. La tasa de desempleo es inferior al umbral, pero está aumentando y se sitúa hoy en día por encima de los niveles de 2009-2010. El desempleo juvenil también ha aumentado.

Gráfico A25: Cuotas de mercado de las exportaciones y saldo BCC



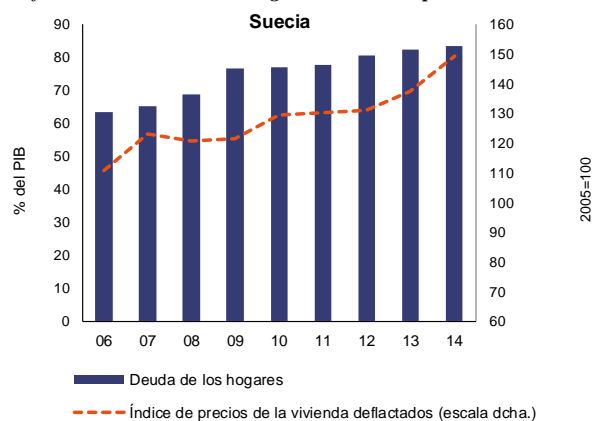
Fuente: Eurostat

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados tanto con la competitividad de precios como con la no relacionada con los precios, en un contexto de reestructuración. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta los desequilibrios detectados en febrero, examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios y su corrección.

Suecia: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que Suecia experimentaba desequilibrios macroeconómicos, en particular en relación con la deuda de los hogares, junto con ineficiencias en el mercado de la vivienda. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan sus umbrales indicativos respectivos, a saber: el superávit de la balanza por cuenta corriente, las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, los precios de la vivienda y la deuda del sector privado.

El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantiene ligeramente por encima del umbral, reflejando principalmente un elevado ahorro privado. La posición de inversión internacional neta ha mejorado rápidamente, aunque todavía arroja un pequeño déficit. Las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones se mantienen muy por encima del umbral, aunque se han ralentizado desde 2013. Estas pérdidas pueden atribuirse a la debilidad de la demanda mundial. El aumento de los costes laborales unitarios es limitado y el tipo de cambio real efectivo se depreció en

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



Fuente: Eurostat

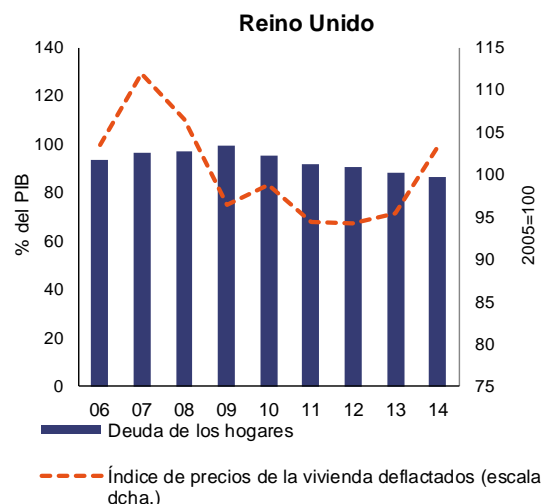
2014. El alto nivel de deuda privada sigue requiriendo atención. El endeudamiento de las empresas, que se había estabilizado en un nivel elevado, empezó a repuntar. Después de la introducción en 2010 de un tope préstamo/valor para las hipotecas, el crecimiento del crédito a los hogares se frenó temporalmente y la deuda de los hogares se estabilizó. Sin embargo, desde entonces, la deuda de los hogares ha empezado a aumentar nuevamente; los precios de la vivienda han sido muy dinámicos desde mediados de 2013 y el crecimiento se situó por encima del umbral en 2014, con riesgos potenciales para la estabilidad macroeconómica. La oferta de viviendas es limitada y, por el lado de la demanda, los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares tienden al alza, impulsados por una fiscalidad con un sesgo favorable al endeudamiento, unos tipos de interés hipotecarios excepcionalmente bajos y la falta de requisitos de amortización. Los riesgos relacionados con los bancos parecen, no obstante, limitados, ya que la calidad de sus activos, así como su rentabilidad, siguen siendo elevados, a pesar de que los colchones de capital son relativamente bajos en relación con el tamaño de sus carteras de préstamos.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la competitividad exterior, el alto nivel de la deuda privada y la evolución en el sector de la vivienda. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta los desequilibrios detectados en febrero, examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Reino Unido: En febrero de 2015, la Comisión concluyó que el Reino Unido estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos que requieren medidas y seguimiento, en particular en relación con los riesgos asociados al elevado nivel de endeudamiento de los hogares, vinculado también a las características estructurales del mercado de la vivienda. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el déficit de la balanza por cuenta corriente, las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones, los precios de la vivienda, la deuda del sector privado y la deuda pública.

El déficit por cuenta corriente siguió aumentando en 2014, impulsado por un incremento del déficit de las rentas primarias, y el indicador de tres años está ahora por encima del umbral. La posición de inversión internacional neta es negativa y se ha deteriorado con relativa rapidez en los últimos años, pero sigue estando claramente por debajo del nivel del umbral. Las pérdidas acumuladas de cuotas de mercado se redujeron en 2014 gracias a un aumento anual, pero se mantienen por encima del umbral. Si bien el crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido moderado y estable, el tipo de cambio real efectivo se ha apreciado, en particular en 2014. La ratio deuda del sector privado/PIB se está reduciendo progresivamente, con el impulso

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



Fuente: Eurostat

del crecimiento nominal, pero sigue siendo globalmente elevada. Los precios de la vivienda siguen aumentando y la tasa de crecimiento sobrepasó el umbral en 2014. Sin embargo, una característica notable de los últimos dos años es que la subida de los precios de la vivienda no se ha visto reflejada en un aumento del endeudamiento de los hogares. La deuda de las administraciones públicas sigue siendo preocupante. El empleo continúa creciendo a un ritmo adecuado y el desempleo juvenil y la tasa de jóvenes «ni-ni» han disminuido.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el mercado de la vivienda y el sector exterior de la economía. La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Cuadro 1.1: Cuadro de indicadores del PDM 2014

Año 2014	Desequilibrios externos y de competitividad					Desequilibrios internos						Nuevos indicadores de empleo ¹		
	Saldo de la balanza por cuenta corriente (en % del PIB) (media de 3 años)	Posición de inversión internacional neta (% del PIB)	Tipo de cambio real efectivo - 42 socios comerciales, deflactor IPCA (variación porcentual 3 años)	Cuota de mercado de las exportaciones (en % de las exportaciones mundiales) (variación porcentual 5 años)	Índice CLU nominales (2010=100) (variación porcentual 3 años)	Índice precios de la vivienda (2010=100), deflactados (variación porcentual interanual)	Flujo de crédito al sector privado, datos consolidados (% del PIB)	Deuda del sector privado, datos consolidados (% del PIB)	Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	Tasa de desempleo (media de 3 años)	Pasivos totales del sector financiero, datos no consolidados (variación porcentual interanual)	Tasa de actividad en % de la población total de 15-64 años (variación en puntos porcentuales 3 años)	Tasa de desempleo de larga duración - en % de la población activa de 15-74 años (variación en puntos porcentuales 3 años)	Tasa de desempleo juvenil - en % de la población activa de 15-24 años (variación en puntos porcentuales 3 años)
Umbral	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (no-ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (no-ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0,2%	0,5%	0,2%
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	-1,1p	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0	0,8	4,5
BG	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5p	1,5p	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	3,1	0,6	-1,2
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	6,7	4,4	3,0	0,0	-2,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-1,2	-0,1	-1,6
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1,5p	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	0,4	-0,6	-0,8
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	0,5	-3,8	-7,4
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	0,6	-2,0	-5,2
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11,6p	-4,9e	-2,7	130,5	178,6	26,2	-7,6	0,1	10,7	7,7
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4,1p	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	-1,9	0,3	4,0	7,0
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	1,3	0,6	1,5
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2,0p	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0	1,7	8,8
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4,6p	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8	3,5	13,5
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7p	0,3p	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	0,8	6,1	13,6
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	1,8	-4,1	-11,4
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	2,3	-3,2	-13,3
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	2,9	0,3	5,9
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	8,5	4,6	-1,5	-5,6
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	6,2	5,8	4,5	-0,4	-1,5
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4p	-0,5	-1,6p	228,9p	68,2	6,8	8,2p	0,9	1,3	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	0,8	0,3	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5p	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	2,2	0,2	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2,3e	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-0,4	2,2	4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3p	-3,6p	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	1,6	-0,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6	1,7	4,5
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	1,6	0,0	-4,0
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	8,7	0,5	0,2	0,4
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	13,4	1,6	0,0	0,1
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	7,2	4,4	1,2	-0,5	-4,4

Marcas: e: estimación. p: provisional.

Notas: 1) Véase la p. 2 del IMA 2015.

2) La posición de inversión internacional de LU se ha revisado a la baja tras la revisión del tratamiento de los billetes en euros en las estadísticas nacionales sobre balanza de pagos/posición de inversión internacional.

3) Índice de precios de la vivienda: e = datos del banco central nacional de EL.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio real efectivo), y Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2014

Año 2014	PIB real (variación porcentual interanual)	Formación bruta de capital fijo (en % del PIB)	Gastos internos brutos en I+D (en % del PIB)	Cuenta corriente + de capital (capacidad/necesidad de financiación) (en % del PIB)	Deuda externa neta (en % del PIB)	IED en la economía declarante-flujos (en % del PIB)	IED en la economía declarante - stocks (en % del PIB)	Saldo neto de la balanza de productos energéticos (en % del PIB)	Tipo de cambio real efectivo - socios comerciales zona del euro (variación porcentual 3 años)	Valor de las exportaciones respecto de las economías avanzadas (variación porcentual 5 años)	Relación de intercambio (variación porcentual 5 años)	Cuota de mercado de las exportaciones en volumen (variación porcentual interanual)	Productividad laboral (variación porcentual interanual)	Índice CLU nominales (2010=100) (variación porcentual 10 años)	Comportamiento de los CLU respecto de la ZE (variación porcentual 10 años)	Índice de precios de la vivienda (2010=100), nominales (variación porcentual 3 años)	Construcción residencial (en % del PIB)	Deuda del sector privado, datos no consolidados (en % del PIB)	Apalancamiento del sector financiero, datos no consolidados (en % deuda/capital)
BE	1,3	23,3	na	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6	6,0	2,9p	5,9	207,6	176,9
BG	1,5	21,1	0,8p	3,5	19,0	3,5	92,7	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1,2p	78,3p	54,1	-2,7p	1,6	137,5	452,2
CZ	2,0	25,0	2p	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8	-2,2	1,0	3,2	85,1	503,5
DK	1,1	18,7	3,08ep	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6	8,2	4,9	4,0	227,6	173,6
DE	1,6	20,1	2,84ep	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0	-5,8	9,3p	5,9	108,9	395,5
EE	2,9	25,2	1,46p	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9	40,5	35,0	3,2	135,3	370,6
IE	5,2	19,3	na	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5	-3,9	2,1	2,2	284,2	78,2
EL	0,7p	11,6p	0,83p	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3,2p	-5,6	-11,9	1,4p	4,3p	0,5p	10,3p	-5,5	-27,1e	1,0p	130,5	1083,8
ES	1,4p	19,6p	na	1,4	94,7	2,3	55,7	-2,9p	-0,6	-5,4	-7,8p	1,9p	0,4p	11,7p	-4,2	-22,3	4,4p	185,5	444,9
FR	0,2	21,7	2,26p	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3	1,7	-4,0	5,9	180,9	384,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	na	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4	4,8	-17,7p	na	141,9	460,6
IT	-0,4	16,6	na	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0	4,6	-12,4p	4,7	121,2	754,3
CY	-2,5p	11,5p	na	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5,9p	0,0	-21,7	0,4p	-3,7	-0,6p	19,3p	-13,0	-8,7p	3,3p	349,8	116,8
LV	2,4	22,9	0,68p	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7	53,9	16,6	2,3	104,7	642,6
LT	3,0	18,9	1,02p	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8	11,2	7,5	2,5	56,7	445,3
LU	4,1	18,6	na	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6	17,8	14,2	3,4	402,7	63,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5	10,0	-2,2	1,6	116,5	123,0
MT	3,5	18,9	0,85p	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7	10,3	5,3	2,7	221,3	42,0
NL	1,0p	18,2p	na	10,6	41,5	5,3	547,8	-1,6p	1,3	-5,0	-1,8p	0,8p	1,2p	17,2p	-0,2	-11,6	3,1p	240,7p	118,9p
AT	0,4	22,4	2,99ep	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9	4,1	16,8	4,3	147,1	197,3
PL	3,3	19,6	na	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1,6p	20,0p	-1,0	-6,8	2,4	81,4	287,3
PT	0,9e	14,9e	na	2,0	104,4	5,4	69,5	-3,5e	-1,2	1,8	0,4e	0,7e	-0,5e	4,9e	-9,3	-5,0	2,3e	206,2	340,3
RO	2,8p	22,0p	na	2,2	29,8	1,9	41,9	-1,4p	-1,3	29,8	4,5p	4,9p	1,7p	72,7p	46,6	-8,9	na	63,3	388,9
SI	3,0	19,6	na	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2	3,0	-17,6	2,2	110,1	448,1
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7	4,3	-0,4	2,6	78,9	756,8
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	-3,9	0,4	29,9	10,1	3,2	5,6	172,9	368,4
SE	2,3	23,5	3,16p	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9	5,4	16,8	4,1	234,8	196,0
UK	2,9	16,9	1,72ep	-5,3	na	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8	6,3	15,8	3,8	161,3	765,1

Marcas: e: estimación; p: provisional; nd: dato no disponible.

Nota: 1) La deuda exterior neta de LU se ha revisado a la baja tras la revisión del tratamiento de los billetes en euros en las estadísticas nacionales sobre balanza de pagos/posición de inversión internacional.

2) Índice de precios de la vivienda: e = datos del banco central nacional de EL.

3) La fecha límite de transmisión de los datos de 2014 relativos a los gastos internos brutos en I+D es el 31 de octubre de 2015, mientras que los datos se extrajeron el 26 de octubre de 2015.

Fuente: Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio real efectivo) y Fondo Monetario Internacional, PEM (para la serie exportaciones mundiales).

Cuadro 2.1 (continuación): Indicadores auxiliares, 2014

Año 2014	Tasa de empleo (variación interanual)	Tasa de actividad – en % de la población total de 15 – 64 años (%)	Tasa de desempleo de larga duración – en % de la población activa de 15 – 74 años (%)	Tasa de desempleo juvenil – en % de la población activa de 15 – 24 años (%)	Jóvenes que ni trabajan ni estudian ni reciben formación - en % de la población total de 15 – 24 años		Personas en riesgo de pobreza y exclusión social - en % de la población total		Personas en riesgo de pobreza tras las transferencias sociales - en % de la población total		Personas en situación de privación material grave - en % de la población total		Personas que viven en hogares con muy baja intensidad de trabajo - en % de la población total de 0-59 años	
					%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2	14,6	0,8
BG	0,4p	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40,1r	-9,0r	21,8	-0,4	33,1r	-10,5r	12,1	1,1
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6	7,6	1,0
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17,8r	-1,1r	11,9r	-1,1r	3,2	0,6	12,1	0,4
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3	10,0	-1,2
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	nd	nd	nd	nd	6,2p	-2,5p	nd	nd
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
EL	0,1p	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3	17,2	5,2
ES	0,9p	74,2	12,9	53,2	17,1r	-1,1r	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6	17,1	3,7
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11,4r	-0,9r	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4	9,7	0,3
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3	14,7	-1,2
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28,1p	-0,1p	19,6p	0,0p	11,5p	0,3p	12,0p	1,6p
CY	-1,9p	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6	9,7	4,8
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	-11,8	9,6	-3,0
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-5,4	8,8	-3,9
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2	6,1	0,3
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8	12,2	0,0
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6	9,8	0,9
NL	-0,2p	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7	10,2	1,3
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0	9,1	0,5
PL	1,7p	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6	7,3	0,4
PT	1,4e	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3	12,2	3,9
RO	1,1p	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1	6,4	-0,3
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5	8,7	1,1
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7	7,1	-0,6
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4	10,0	0,0
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5	6,4	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd

Marcas: r: ruptura de la serie; e: estimación; p: provisional; nd: dato no disponible

Nota: 1) Jóvenes que ni trabajan ni estudian ni reciben formación: en ES: cambio en la clasificación de actividades de educación no formal; en FR: los datos de 2014 se ven afectados por los cambios en el cuestionario introducidos en 2013 y la inclusión de los departamentos franceses de ultramar.

2) EE, IE y UK: la fecha límite de transmisión oficial de los datos de 2014 relativos a las personas en riesgo de pobreza y exclusión social es el 30 de noviembre de 2015, mientras que los datos se extrajeron el 26 de octubre de 2015.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat.