COMISSÃO
EUROPEIA

Estrasburgo, 17.12.2019
COM(2019) 651 final

# RELATÓRIO DA COMISSÃO

## AO PARLAMENTO EUROPEU, AO CONSELHO, AO BANCO CENTRAL EUROPEU E AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU

## Relatório sobre o Mecanismo de Alerta 2020

**(elaborado em conformidade com os artigos 3.º e 4.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011 sobre prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos)**

{SWD(2019) 630 final}

*O relatório sobre o mecanismo de alerta (RMA) constitui o ponto de partida do ciclo anual do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM), que visa identificar e corrigir os desequilíbrios que entravam «o bom funcionamento da economia de um Estado-Membro, da União Económica e Monetária ou da União no seu todo» [artigo 2.º, n.º 1, do Regulamento (UE) n.º 1176/2011][1].*

*A análise efetuada no âmbito do RMA assenta na leitura económica de um painel de indicadores selecionados, complementada por um conjunto mais vasto de indicadores auxiliares, instrumentos de avaliação e informações suplementares pertinentes, a fim de identificar os Estados-Membros onde existem potenciais desequilíbrios económicos que impliquem a adoção de medidas estratégicas. O RMA estabelece quais os Estados-Membros que têm de ser analisados no âmbito de uma apreciação aprofundada (AA), para se avaliar a forma como os riscos macroeconómicos se estão a acentuar ou atenuar e determinar se existem desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos. Em função das discussões sobre o RMA mantidas no Parlamento Europeu e no âmbito do Conselho e do Eurogrupo, a Comissão elaborará então AA sobre os Estados-Membros em causa. Seguindo a prática estabelecida, é efetuada de qualquer modo uma AA para os Estados-Membros em que tenham sido detetados desequilíbrios no ciclo de AA precedente. Essas AA serão incorporadas nos relatórios por país. As conclusões das AA serão integradas nas recomendações específicas por país (REP) no âmbito do Semestre Europeu para a coordenação das políticas económicas.*

## 1. RESUMO

**O presente relatório marca o início do nono ciclo anual do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM).**[2] O referido procedimento visa identificar os desequilíbrios que obstam ao correto funcionamento das economias dos Estados-Membros, da União Económica e Monetária ou da União no seu todo, exigindo a adoção de medidas adequadas. A implementação do PDM inscreve-se no Semestre Europeu para a coordenação das políticas económicas, procurando assegurar a coerência com as análises e recomendações feitas no âmbito de outros instrumentos de supervisão económica. A estratégia anual para o crescimento sustentável (ASGS), adotada em simultâneo com o presente relatório, faz o balanço da situação económica e social na Europa e estabelece as grandes prioridades estratégicas da UE.

**O relatório identifica os Estados-Membros relativamente aos quais devem ser empreendidas apreciações aprofundadas (AA) para apurar se se verificam desequilíbrios que exijam a adoção de medidas estratégicas.**[3] O relatório sobre o mecanismo de alerta (RMA) é um mecanismo para detetar desequilíbrios económicos, que é publicado no início de cada ciclo anual de coordenação das políticas económicas. A análise nele efetuada assenta na leitura económica de um painel de indicadores com limiares indicativos, acompanhados por uma série de indicadores auxiliares. Na parte 2 é efetuada uma análise das consequências dos desequilíbrios existentes em determinados Estados-Membros para o

[1] [Na eventualidade de o Reino Unido sair da União com base no Acordo de Saída do Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte da União Europeia e da Comunidade Europeia da Energia Atómica («Acordo de Saída»), JO C 384 I, de 12.11.2019, p. 1), o direito da União continuará a ser aplicável ao Reino Unido e no Reino Unido durante o período de transição estabelecido pelo Acordo de Saída.]

[2] O presente relatório foi elaborado com base num vasto conjunto de dados estatísticos, compilados no *anexo estatístico* que o acompanha.

[3] Ver artigo 5.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011.

conjunto da área do euro, bem como da medida em que pode ser necessária uma abordagem coordenada das respostas políticas, tendo em conta as interdependências existentes na área do euro[4]. Neste contexto em particular, a análise constante do presente relatório acompanha a avaliação apresentada no documento de trabalho dos serviços da Comissão «Análise da economia da área do euro», que acompanha a recomendação da Comissão relativa a uma recomendação do Conselho sobre a política económica da área do euro.

**A análise efetuada no presente RMA tem lugar num quadro de alteração das perspetivas económicas, tendo a expansão económica abrandado e as expectativas de inflação sido revistas em baixa.** As previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2019 estimam o crescimento real do PIB em 1,4 % na UE e 1,1 % na área do euro em 2019, o que representa uma desaceleração face a 2018 (2 % e 1,9 %, respetivamente). Para 2020, prevê-se que o PIB cresça 1,4 % na UE e 1,2 % na área do euro. Desde finais de 2018 que os dados apontam para uma perda de dinamismo, nomeadamente em termos de exportações líquidas e de produção da indústria transformadora. O abrandamento foi particularmente notório nos grandes Estados-Membros da área do euro com maior exposição ao comércio internacional, dado o aumento da incerteza em torno da política comercial[5]. As expectativas quanto à inflação diminuíram consideravelmente, o que levou a que, no segundo semestre de 2019, as autoridades monetárias tomassem medidas para contrariar o incipiente abrandamento da produção e dos preços. Os rendimentos das obrigações evoluíram no sentido da baixa, em especial nos prazos mais longos. Apesar da recente diminuição da inflação global e do crescimento da produtividade, o crescimento dos salários aumentou ligeiramente desde 2018, num contexto de retração do mercado de trabalho.

**Os desequilíbrios macroeconómicos existentes têm vindo a ser progressivamente corrigidos, em condições económicas favoráveis.** Na sequência do processo de desendividamento generalizado após a crise, foram corrigidos vários desequilíbrios em termos de fluxos e algumas tendências insustentáveis (nomeadamente os elevados défices da balança corrente, o crescimento excessivo do crédito que agrava os preços do imobiliário, os altos custos unitários do trabalho que implicam perdas de competitividade). A correção das vulnerabilidades relacionadas com os desequilíbrios em termos do volume da dívida (dos particulares, pública ou externa) teve início mais tarde e avançou mais lentamente, mas os rácios da dívida em relação ao PIB iniciaram de forma mais decidida uma trajetória descendente, com a expansão económica e a retoma do crescimento dos preços nos últimos anos. Simultaneamente, a aceleração da atividade económica foi acompanhada recentemente por um forte crescimento dos custos unitários do trabalho e dos preços do imobiliário em vários Estados-Membros.

**A alteração sentida nas perspetivas poderá implicar um ajustamento mais lento dos desequilíbrios existentes ou a materialização de novos riscos, num contexto em que a margem de manobra política para fazer face a eventuais choques é cada vez menor**. Os riscos de deterioração que pesam sobre as perspetivas prendem-se, em particular, com as tensões existentes a nível das trocas comerciais e com a perturbação das cadeias de valor mundiais, assim como com a desaceleração mais forte que o

[4] O relatório «Concluir a União Económica e Monetária Europeia», apresentado em 22 de junho de 2015 por Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz, propunha que fosse consagrada maior atenção às implicações dos desequilíbrios identificados para a área do euro. O efeito dessas interdependências, bem como das implicações sistémicas dos desequilíbrios, são reconhecidos no Regulamento (UE) n.º 1176/2011, que define os desequilíbrios por referência a «(…) uma evolução macroeconómica que afete de forma adversa ou tenha potencial para afetar de forma adversa o bom funcionamento da economia de um Estado-Membro, da União Económica e Monetária ou da União no seu todo».

[5] O índice de incerteza do comércio mundial sofreu um forte aumento nas maiores economias europeias e nas outras principais áreas económicas. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

previsto nos mercados emergentes e o agravamento das tensões geopolíticas[6]. O crescimento nominal deverá abrandar, o que criará condições menos favoráveis à redução da dívida. Embora a forte redução das taxas de juro contribua para reduzir o custo da dívida, suscita igualmente alguns desafios relacionados com o menor incentivo ao desendividamento, a eventual assunção de riscos excessivos induzida pela procura de maior rendimento e a redução da rentabilidade das instituições financeiras, num contexto de curvas de rendimento menos acentuadas.[7] A margem da política monetária para responder aos choques políticos tem vindo a diminuir e a possibilidade de amortecer os choques através das poupanças privadas e públicas varia consideravelmente em toda a UE, sendo condicionada pelos elevados rácios de dívida existentes em muitos Estados-Membros.

[6] Ver Perspetivas da Economia Mundial do Fundo Monetário Internacional, de outubro de 2019. Comissão Europeia (2019), «European Economic Forecast, Autumn 2019», Documento institucional n.º 115, novembro de 2019.

[7] Ver o relatório económico anual do Banco de Pagamentos Internacionais, de junho de 2019, e o relatório do FMI sobre a estabilidade financeira global, de abril de 2019.

**A análise transversal apresentada no RMA permite extrair uma série de conclusões:**

- **Em 2018, os saldos da balança corrente diminuíram ligeiramente em toda a UE, as situações deficitárias continuaram a ser a exceção, persistindo os grandes excedentes.** Com poucas exceções, os países que haviam registado anteriormente situações muito excedentárias apresentam atualmente balanças correntes bastante equilibradas, enquanto certos Estados-Membros continuaram a registar excedentes elevados e persistentes acima dos níveis justificados pelos indicadores económicos fundamentais. O abrandamento das trocas comerciais, a resiliência da procura interna e a subida dos preços do petróleo prejudicaram a generalidade das balanças correntes.

- **As posições líquidas de investimento internacional (PLII) têm melhorado a um ritmo mais rápido, embora subsistam grandes volumes de passivos externos em vários Estados-Membros.** As posições prudentes nas balanças correntes e o persistente crescimento nominal nos últimos anos permitiram reduzir o rácio entre os passivos financeiros externos e o PIB. As PLII dos devedores líquidos melhoraram mais rapidamente do que anteriormente graças igualmente aos efeitos de valorização positivos que, no entanto, poderão não ser duradouros. As PLII continuam a ser claramente negativas em vários países da UE e alguns dos resultados mais recentes da balança corrente poderão ser insuficientes para assegurar a melhoria a um ritmo adequado dessas posições externas. Paralelamente, alguns grandes credores líquidos têm registado PLII positivas cada vez maiores em virtude dos elevados excedentes da balança corrente.

- **Os custos unitários do trabalho têm aumentado a um ritmo mais rápido em muitos Estados-Membros, devido à aceleração dos aumentos salariais e à diminuição do crescimento da produtividade.** Os salários aumentaram mais acentuadamente em toda a UE num contexto de retração do mercado de trabalho. O agravamento dos custos unitários do trabalho está também cada vez mais associado à moderação do crescimento da produtividade. Em alguns casos, nomeadamente nos países da Europa Central e Oriental e nos países bálticos, o forte crescimento dos custos unitários do trabalho é a continuação de uma tendência que se iniciou há alguns anos, estando associado ao aumento da procura de mão de obra, juntamente com a escassez de certas competências e os estrangulamentos em matéria de oferta de mão de obra nas economias com níveis salariais inferiores à média. Nos países da área do euro, o crescimento dos custos unitários do trabalho também registou mais recentemente um aumento, embora em menor medida. Enquanto o aumento dos CUT tem sido mais rápido nos países credores líquidos do que nos devedores líquidos, essa diferença tem vindo a atenuar-se e, consequentemente, a competitividade em termos de custos está a tornar-se cada vez menos propícia a um reequilíbrio mais simétrico.

- **As taxas de câmbio efetivas reais têm vindo a apreciar-se.** Desde 2016, em vários países, as taxas de câmbio efetivas reais têm vindo a apreciar-se num contexto de aceleração dos custos unitários do trabalho e de apreciações nominais. Isto ocorre após vários anos em que os custos e os preços relativos em muitos Estados-Membros da UE diminuíram em virtude da depreciação da taxa de câmbio nominal e da moderação da inflação dos preços e custos comparativamente com a concorrência. A reafetação setorial, das atividades não transacionáveis para os setores transacionáveis, que se registou nos países devedores líquidos durante vários anos após a crise, tem vindo a desacelerar, a parar ou mesmo a inverter-se.

- **O desendividamento do setor privado tem sido efetuado, em grande medida, com base no crescimento do PIB nominal, tendo o seu ritmo diminuído no que se refere à dívida dos agregados familiares.** A poupança líquida do setor privado diminuiu, sendo a queda dos rácios dívida/PIB cada vez mais resultado do crescimento do PIB nominal. Abrandou o ritmo de desendividamento, o que reflete tanto a redução das poupanças como o abrandamento do PIB.

Num número cada vez maior de Estados-Membros, os agregados familiares têm vindo a aumentar os empréstimos contraídos. Apesar de se ter registado desendividamento na maioria dos países com rácios de dívida elevados, os rácios da dívida privada aumentaram em alguns países com níveis elevados de dívida. A dívida pública continuou a diminuir na maior parte dos Estados-Membros, embora em alguns países com elevados níveis de endividamento essa redução tenha sido inexistente ou limitada. No entanto, o rendimento das obrigações do Estado diminuiu consideravelmente em 2019, mesmo no caso dos emitentes soberanos mais endividados.

- **Aumentou a resiliência do setor bancário da UE, embora persistam alguns desafios.** Os rácios de capitalização cessaram de aumentar, situando-se já em níveis acima das normas regulamentares. A rendibilidade dos capitais próprios também estabilizou após ter registado melhorias nos últimos anos. Os rácios de empréstimos não produtivos (NPL) diminuíram consideravelmente nos últimos anos, pelo que apenas se observa uma redução substancial destes empréstimos nos países com rácios elevados de NPL. Não obstante, persistem alguns problemas em certos países da UE que ainda apresentam uma capitalização e uma rendibilidade relativamente baixas e rácios elevados de NPL. A evolução das perspetivas, caracterizadas pelas baixas taxas de juro a longo prazo e pelo enfraquecimento do crescimento económico, tem agravado esses desafios.

- **Os preços do imobiliário continuaram a crescer rapidamente em 2018, embora a dinâmica de crescimento tenha arrefecido nas zonas onde existem mais indícios de sobrevalorização.** Os preços do imobiliário continuaram a aumentar em 2018 e, num número cada vez maior de países, são superiores aos picos registados durante a década de 2000, estando muito provavelmente sobrevalorizados. O maior aumento nos preços do imobiliário registou-se, contudo, em vários países da UE que, até à data, haviam mostrado poucos indícios de sobrevalorização no mercado imobiliário. Contrariamente, nos países onde se registava maior preocupação com a sobrevalorização do imobiliário e o endividamento das famílias é elevado, os preços muitas vezes diminuíram. Em alguns países, o crédito hipotecário tem aumentado, o que poderá suscitar futuramente novas acelerações nos preços do imobiliário.

- **O mercado de trabalho continuou a registar melhorias, tendo o desemprego diminuído em todos os Estados-Membros da UE.** O desemprego continuou a diminuir em toda a UE, nomeadamente no que se refere aos jovens e aos desempregados de longa duração. A retração do mercado de trabalho refletiu-se em certa medida numa aceleração dos salários igualmente nos países da área do euro. No entanto, entre o início da retoma e 2017, o crescimento dos salários reais foi inferior ao aumento da produtividade laboral, só se invertendo essa situação a partir de 2018. Embora o aumento dos rendimentos do trabalho graças ao crescimento do emprego e dos salários tenha contribuído para a expansão da procura interna, não há indícios de uma repercussão dos aumentos salariais na inflação dos preços[8].

**No atual contexto económico, é urgente assegurar o reequilíbrio na área do euro tanto dos défices como dos excedentes da balança corrente, o que beneficiaria todos os Estados-Membros.** Prevê-se uma redução do elevado excedente da balança corrente da área do euro, num contexto de redução da procura das exportações, mas permanecendo próximo do seu pico e acima dos níveis coerentes com os indicadores económicos fundamentais. O excedente registado na área do euro aumentou na sequência do bom desempenho das exportações e dos importantes processos de desendividamento que envolveram vários setores da economia, incluindo em países com pouca ou nenhuma necessidade de desendividamento. A moderação recentemente observada reflete sobretudo o enfraquecimento do comércio mundial e o agravamento do défice energético. No atual contexto económico, há mais

[8] Para uma síntese das principais evoluções em matéria social e de emprego na UE, ver a caixa 1.

argumentos para fazer avançar o processo de reequilíbrio ao nível da área do euro, tanto dos défices como dos excedentes da balança corrente, para ajudar a superar a baixa inflação e a conjuntura de baixas taxas de juro, assim como a reduzir a dependência em relação à procura externa. Neste contexto, é necessário que os membros da área do euro apliquem uma combinação adequada de políticas, de modo a ter em conta as interdependências e as repercussões. Embora os grandes défices da balança corrente de muitos países devedores líquidos já tenham sido corrigidos, as suas balanças correntes estão a deteriorar-se e os seus elevados volumes de dívida externa e interna exigem que se mantenham saldos da balança corrente prudentes que permitam assegurar um ritmo adequado de redução dessa mesma dívida, enquanto simultaneamente procedem a reformas que aumentem o potencial de crescimento do PIB. Nos países que são credores líquidos, deve ser aproveitada a oportunidade para financiar, a taxas de juro baixas, um aumento contínuo do investimento público e privado. A utilização da posição orçamental favorável para apoiar o investimento e outras despesas produtivas nesses países contribuiria igualmente para tornar as perspetivas de crescimento menos dependentes da procura externa e para apoiar o reequilíbrio na área do euro.

**Globalmente, as fontes de potenciais desequilíbrios são, em geral, idênticas às identificadas no RMA de 2019, embora as perspetivas pareçam estar a deteriorar-se em vários aspetos.** Embora as posições externas em termos de volumes tenham melhorado a um ritmo mais rápido, graças às condições económicas favoráveis, a realização de novas melhorias pode ser entravada pela deterioração dos saldos das balanças correntes e pelo menor crescimento nominal do PIB. Subsistem elevados excedentes da balança corrente, sendo a competitividade cada vez menos favorável ao reequilíbrio e a apreciação das taxas de câmbio efetivas reais cada vez mais generalizada. O desendividamento do setor privado tem ocorrido a um ritmo mais lento, mesmo nos casos em que a dívida já é elevada, dependendo cada vez mais do crescimento do PIB nominal. O enfraquecimento das perspetivas de crescimento nominal levanta a questão de saber se o desendividamento nos países com uma dívida elevada poderá prosseguir sem um aumento das poupanças privadas ou públicas ou sem o aumento do potencial de crescimento do PIB. Após anos de melhorias consideráveis, a situação do setor financeiro estabilizou, mas poderão surgir novos problemas relacionados com a conjuntura criada pelas baixas taxas de juro. O aumento dos preços do imobiliário continua a ser substancial, tendo elevado os preços da habitação para níveis recorde num número cada vez maior de países da UE. Embora se verifique uma desaceleração em certos mercados sobrevalorizados, a retoma do crédito hipotecário em alguns países pode tornar autossustentável o forte crescimento dos preços do imobiliário.

**As potenciais fontes de desequilíbrio podem combinar-se segundo diferentes tipologias**. Alguns Estados-Membros são afetados por vulnerabilidades múltiplas e interligadas relacionadas com a dívida, refletindo eventualmente, em certa medida, as condições do setor financeiro. Noutros Estados-Membros, as vulnerabilidades estão principalmente associadas à persistência de uma dívida pública elevada, juntamente com uma produtividade e competitividade deficientes, que prejudicam o seu potencial de crescimento. Alguns Estados-Membros caracterizam-se por excedentes elevados e persistentes da balança corrente. Para outros Estados-Membros, as preocupações dizem respeito à evolução da competitividade dos custos, eventualmente associada à deterioração das posições externas. Por último, em certos Estados-Membros, os principais problemas resultam da evolução dos preços do imobiliário, em alguns casos associada à elevada dívida dos agregados familiares.

**Os desafios futuros requerem uma orientação prospetiva da supervisão no âmbito do PDM**. Tendo em conta a correção da maior parte dos desequilíbrios em termos de fluxos e a gradual redução dos desequilíbrios existentes em termos de volume, a supervisão no âmbito do PDM centra-se cada vez mais no acompanhamento das tendências eventualmente insustentáveis que possam cristalizar-se a médio prazo. Ao mesmo tempo, a situação económica em mutação, incluindo os riscos que emanam

principalmente do ambiente económico externo à área do euro e à UE, tornam mais premente que se avaliem os desequilíbrios na perspetiva da área do euro e da UE.

**Em relação a um certo número de Estados-Membros identificados no RMA, as AA integrarão análises mais pormenorizadas e abrangentes**. Tal como nos ciclos anuais recentes, as AA serão integradas nos relatórios por país. Na elaboração das AA, a Comissão baseará a sua análise num vasto conjunto de dados e informações relevantes e em quadros de avaliação desenvolvidos em cooperação com os comités e grupos de trabalho do Conselho. A análise contida nas AA constituirá a base para a identificação de desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos nos Estados-Membros, bem como para eventuais atualizações das recomendações específicas por país (REP)[9]. Os países em relação aos quais foram detetados desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos são, e continuarão a ser, objeto de um acompanhamento específico, para garantir a supervisão contínua das políticas empreendidas ao abrigo do PDM.

**Serão elaboradas AA para os Estados-Membros nos quais já tenham sido identificados desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos.** Em sintonia com a prática prudencial estabelecida, as AA servirão para avaliar se os desequilíbrios constatados se estão a atenuar, persistem ou se estão a agravar, fazendo um balanço das políticas corretivas implementadas. Assim, está prevista a elaboração de AA para os 13 Estados-Membros identificados como registando desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos à luz dos resultados das AA de fevereiro de 2019[10]. Dez Estados-Membros foram identificados como apresentando desequilíbrios (**Bulgária, Croácia, França, Alemanha, Irlanda, Países Baixos, Portugal, Roménia, Espanha** e **Suécia**), enquanto **Chipre, Grécia**, e **Itália** foram identificados como registando desequilíbrios excessivos.

**Com base na análise efetuada no presente RMA, a Comissão não considera necessário efetuar AA para outros Estados-Membros.** A avaliação efetuada no RMA não aponta para riscos adicionais significativos que justifiquem uma nova AA em relação a quaisquer Estados-Membros nos quais não tenham sido identificados desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos no último ciclo anual de aplicação do PDM. Identifica, contudo, a necessidade **de um acompanhamento atento nos próximos relatórios por país** de uma série de aspetos que poderão suscitar riscos macroeconómicos caso venham a persistir. Esses aspetos dizem respeito aos custos unitários do trabalho e aos seus efeitos na competitividade externa em vários Estados-Membros (Chéquia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia e Eslováquia), assim como aos mercados do imobiliário e ao endividamento das famílias (Áustria, Bélgica, Chéquia, Dinamarca, Finlândia, Hungria, Luxemburgo, Eslováquia, Eslovénia e Reino Unido)[11].

[9] Artigo 6.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011.

[10] Ver «Semestre Europeu de 2019: Avaliação dos progressos em matéria de reformas estruturais, prevenção e correção de desequilíbrios macroeconómicos e resultados das apreciações aprofundadas ao abrigo do Regulamento (UE) n.º 1176/2011» - COM(2019) 150 final de 27.2.2019.

[11] Em setembro de 2019, o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) emitiu recomendações e advertências específicas por país sobre as vulnerabilidades a médio prazo no setor imobiliário residencial, endereçadas a nove Estados-Membros: recomendações dirigidas à Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Luxemburgo, Países Baixos e Suécia, e advertências destinadas à Chéquia, França e Alemanha. Do anterior grupo de países, já todos haviam recebido, em novembro de 2016, advertências do Comité, o mesmo tendo sucedido com a Áustria e o Reino Unido. O Regulamento PDM (Regulamento (UE) n.º 1176/2011) insta a Comissão a ter em conta eventuais advertências ou recomendações formuladas pelo Comité Europeu do Risco Sistémico dirigidas aos Estados-Membros que são objeto de uma AA.

## 2. OS DESEQUILÍBRIOS MACROECONÓMICOS NA PERSPETIVA DA ÁREA DO EURO

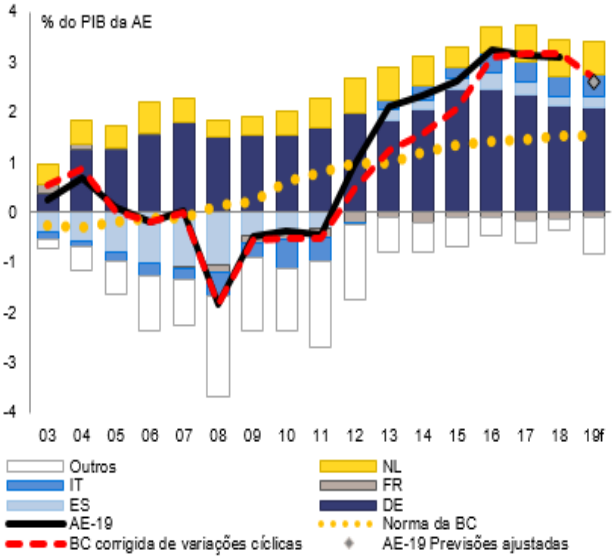
**Embora o saldo da balança corrente da área do euro já tenha atingido o seu pico, ainda regista níveis demasiado elevados.** O saldo da balança corrente da área do euro passou de uma posição globalmente equilibrada antes da crise para um pico de 3,2 % do PIB em 2016. Desde então, o seu valor diminuiu muito ligeiramente, tendo atingido 3,1 % do PIB em 2018 (gráfico 1)[12]. O excedente da balança corrente da área do euro continua a ser o maior do mundo, estimando-se que seja superior ao valor sugerido pelos indicadores económicos fundamentais (cerca de 1,7 % do PIB da área do euro em 2018)[13]. Isto reflete principalmente os grandes excedentes registados na Alemanha e nos Países Baixos, cujos saldos externos combinados representaram 2,8 % do PIB da área do euro em 2018. Num cenário de políticas inalteradas e de acordo com as previsões da Comissão Europeia do outono de 2019, o excedente da balança corrente da área do euro deverá diminuir em 2019, atingindo 2,7 % do PIB, continuando a diminuir em 2020, para 2,5 % do PIB.

**A redução em curso do excedente da área do euro resulta principalmente de uma diminuição do saldo da balança comercial.** O saldo energético foi o principal aspeto que contribuiu para a redução do saldo da balança corrente entre 2016 e 2018, em virtude do aumento dos preços do petróleo. O saldo energético registou um défice de -1,7 % do PIB em 2017, que se agravou para -2,1 % do PIB em 2018, enquanto o saldo das restantes trocas comerciais de mercadorias se manteve sensivelmente estável em percentagem do PIB (4,6 %). O abrandamento do crescimento e das trocas comerciais a nível global desde meados de 2018, o agravamento da incerteza em torno do ambiente da política comercial e a apreciação do euro em termos reais em 2018 estão na base da reduzida taxa de crescimento tanto das importações como das exportações da área do euro. Os dados mensais revelam uma redução contínua das exportações e importações de mercadorias da área do euro com o resto do mundo no decurso de 2019 (gráfico 2). Vários fatores podem contribuir futuramente para uma maior deterioração da balança corrente da área do euro, nomeadamente o enfraquecimento relativo das condições cíclicas noutras regiões da economia mundial, a concretização dos efeitos das políticas comerciais restritivas ou o aumento dos preços do petróleo resultante das tensões geopolíticas.

[12] Os valores da conta corrente da área do euro aqui mencionados referem-se ao saldo da balança corrente «corrigido» comunicado em relação ao resto do mundo (estatísticas da balança de pagamentos da área do euro), que indicam um saldo agregado da balança corrente da área do euro de 3,1 % do PIB para 2018, o que é coerente com os dados transmitidos pelos Estados-Membros quanto às balanças correntes (no âmbito do chamado «conceito comunitário»). Contudo, os saldos nominais das balanças correntes dos Estados-Membros totalizam 4 % do PIB da área do euro (dados da balança de pagamentos) e a 3,8 % do PIB (estatísticas das contas nacionais), em virtude de assimetrias nos saldos intra-área do euro comunicados pelas diferentes autoridades estatísticas nacionais. Os dados relativos à área do euro, obtidos a partir das estatísticas da balança de pagamentos e das contas nacionais, foram revistos em outubro de 2019, o que embora quase não tenha afetado a leitura de 2018, reviu em baixa o saldo da balança corrente da área do euro para o período 2009-2015.

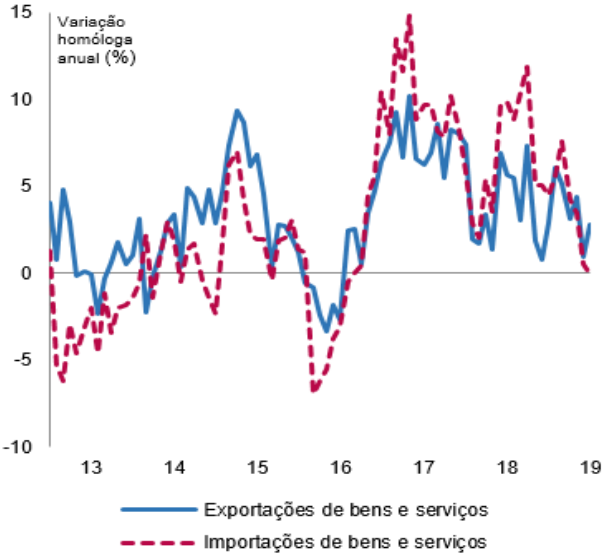
[13] O FMI (Relatório do Setor Externo 2019) sugere que a «norma» da balança corrente da área do euro corresponde a cerca de 1,6 % do PIB.

**Gráfico 1: Evolução da balança corrente da área do euro: repartição por países**




*Fonte:* Eurostat, Balança de Pagamentos, previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2018.

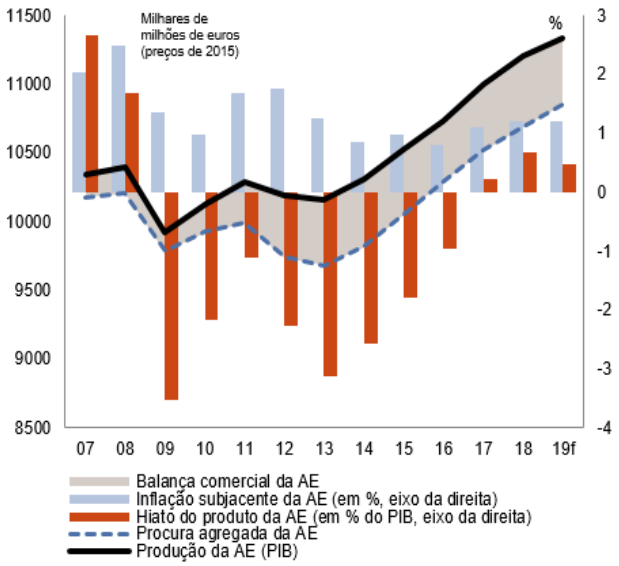
**Gráfico 2: Evolução das trocas comerciais da área do euro com o resto do mundo**




*Fonte:* Eurostat, estatísticas do comércio externo
Nota: dados corrigidos de sazonalidade, a preços correntes.

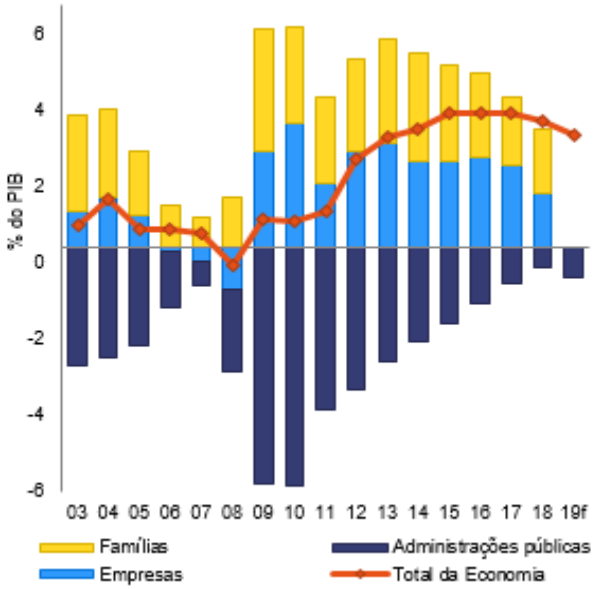
**Os fatores subjacentes à recente redução ligeira do excedente da balança corrente da área do euro diferem daqueles que estão na origem da sua anterior expansão.** A balança corrente da área do euro tornou-se excedentária após a crise financeira de 2008, devido à correção acentuada dos grandes défices na sequência da inversão dos fluxos financeiros transnacionais, tendo aumentado ainda mais com a propagação da crise da dívida a Espanha e Itália, o que resultou na contração da procura interna nesses países. Paralelamente, registou-se igualmente um aumento gradual do elevado excedente da balança corrente da Alemanha, num contexto em que a procura interna cresceu a um ritmo mais lento do que a produção e em que se verificou desendividamento em todos os setores da economia. De um modo geral, o aumento do excedente da área do euro entre a crise financeira e 2016 foi resultado sobretudo do processo de desendividamento generalizado, que envolveu o setor privado e a que se juntou igualmente o setor público após o agravamento da crise da dívida em 2011. A contração do excedente da área do euro a partir de 2017 deveu-se principalmente à redução do excedente na Alemanha e, em menor medida, em Itália e em Espanha, que são exportadores da indústria transformadora relativamente grandes e dependem da energia proveniente de hidrocarbonetos importada. A recente evolução da balança corrente da área do euro não parece estar associada a um importante processo de realavancagem, mas sim à quebra nas exportações líquidas em virtude do abrandamento do comércio mundial e do encarecimento da fatura energética. A redução do excedente da área do euro entre 2017 e 2018 reflete-se principalmente numa diminuição da capacidade líquida de financiamento das sociedades não financeiras, que tem registado valores positivos desde 2013. A recente moderação da poupança líquida das empresas contrabalançou a melhoria da necessidade líquida de financiamento do setor público durante o mesmo período (gráfico 4).

**Gráfico 3: Produção, procura interna, exportações líquidas e inflação subjacente na área do euro**




*Fonte:* AMECO[14]

**Gráfico 4: Capacidade/necessidade líquida de financiamento, por setor, na área do euro**




*Fonte:* Eurostat

**A baixa inflação e a conjuntura de baixas taxas de juro suscitam vários desafios.** As autoridades monetárias da área do euro e das outras principais regiões do mundo tomaram medidas para contrariar o abrandamento incipiente da produção e a revisão em baixo das expectativas relativamente à inflação em 2019, invertendo assim a trajetória anteriormente anunciada de condições monetárias mais restritivas. O rendimento das obrigações passou para níveis negativos, sendo a quebra dos rendimentos particularmente sentida nos prazos mais longos da curva de rendimentos, havendo uma redução dos diferenciais das taxas de juro nas obrigações com maior grau de risco. A inflação subjacente continua a ser inferior aos objetivos das autoridades monetárias; estima-se que o hiato do produto da área do euro comece a diminuir após se ter tornado positivo em 2017, na sequência de um período prolongado de moderação da procura e de hiatos do produto negativos (gráfico 3). Futuramente, embora o crescimento nominal reduzido dificulte o desendividamento, a conjuntura de baixas taxas de juro reduzirá o custo da dívida. Contudo, as taxas de juro de longo prazo a níveis historicamente muito baixos suscitam uma série de riscos: incentivo para evadir as restrições regulamentares e procura de rendimento em investimentos de risco; subestimação do risco de crédito e menor incentivo à redução da dívida elevada devido à compressão dos *spreads*; e rendibilidade reduzida nas instituições financeiras regulamentadas, nomeadamente a banca e os seguros, em virtude do alisamento da curva de rendimentos[15].

**O reequilíbrio na área do euro ainda não foi concluído e a evolução da competitividade está a tornar-se menos favorável ao mesmo.** Embora a maior parte dos elevados défices da balança corrente tenham sido corrigidos, persistem excedentes elevados em vários países da área do euro. Os países que apresentavam normalmente défices importantes continuam a denotar posições líquidas de investimento internacional amplamente negativas, geralmente conjugadas com grandes volumes de dívida privada ou das administrações públicas, que constituem um fator de vulnerabilidade. Após a crise financeira, o

[14] Note-se que, embora a diferença entre o PIB e a procura interna seja, por definição, igual ao saldo da balança comercial, os dados não estão totalmente alinhados devido a discrepâncias na comunicação de dados dentro da área do euro (ver nota de rodapé **Error! Bookmark not defined.**).
[15] BCE, Análise da Estabilidade Financeira, maio de 2018, maio de 2019.

processo de ajustamento dos custos e preços relativos tem favorecido o reequilíbrio. Os custos unitários do trabalho têm aumentado a um ritmo mais rápido nos países que são credores líquidos em comparação com os devedores líquidos, invertendo assim a tendência anterior à crise financeira. Embora esta tendência ainda persista, as diferenças parecem ser menos marcadas entre os diferentes grupos de países (gráfico 5).[16] A retração dos mercados de trabalho igualmente nos países que são devedores líquidos implica uma aceleração do crescimento dos salários, e a competitividade em termos de custos é refreada pela redução do crescimento da produtividade, associada a um abrandamento ou mesmo declínio dos rácios capital/trabalho. Os níveis de competitividade, medidos pelos deflatores do PIB expressos em paridades de poder de compra em relação aos concorrentes (gráfico 6), apresentam pouca relação com os saldos e as necessidades de reequilíbrio externos[17]. A parte de bens transacionáveis no valor acrescentado global correspondeu ao ajustamento nos preços relativos: essa parte tem vindo a aumentar após a crise nos países que apresentavam défices elevados, embora este processo esteja a desacelerar ou mesmo a inverter-se[18].

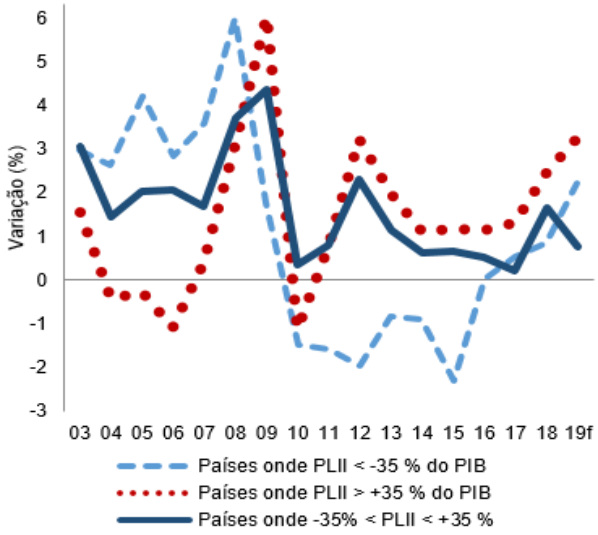
**No atual contexto económico, é urgente assegurar o reequilíbrio na área do euro tanto dos défices como dos excedentes da balança corrente, o que beneficiaria todos os Estados-Membros.** Nos países que são devedores líquidos, a redução dos elevados volumes de dívida externa e interna exige que se mantenham saldos da balança corrente prudentes e que permitam assegurar um ritmo adequado de redução da dívida, enquanto simultaneamente é prosseguido o objetivo de aumentar o potencial de crescimento. Importa melhorar as perspetivas da produtividade, nomeadamente através de investimentos específicos e de reformas que promovam a produtividade total dos fatores, à escala global da área do euro, mas em especial nos países devedores líquidos, uma vez que tal é fundamental para manter a sustentabilidade dos volumes da dívida e garantir uma evolução da competitividade relativa mais favorável ao reequilíbrio. Em contrapartida, nos países credores líquidos, um novo aumento no investimento público e privado permitiria aumentar o crescimento potencial, tornando as perspetivas de crescimento nestes países menos dependentes da procura externa, estimulando a procura interna e apoiando o reequilíbrio na área do euro. Na conjuntura económica atual, os estímulos orçamentais nos países com elevados excedentes e uma posição orçamental favorável ajudariam a combater igualmente a baixa inflação e a conjuntura de baixas taxas de juro, promovendo o crescimento nominal e favorecendo o desendividamento e o reequilíbrio das posições dos países devedores líquidos.

[16] Em 2019, em França, os créditos fiscais para o emprego e a competitividade («CICE») foram substituídos por um corte permanente nas contribuições dos empregadores para a segurança social, no primeiro trimestre, reduzindo consideravelmente os custos laborais, como se observa na alteração dos custos unitários do trabalho para o grupo de países com PLII intermédio no gráfico 5.

[17] O gráfico 6 apresenta os países em função das suas contas correntes.

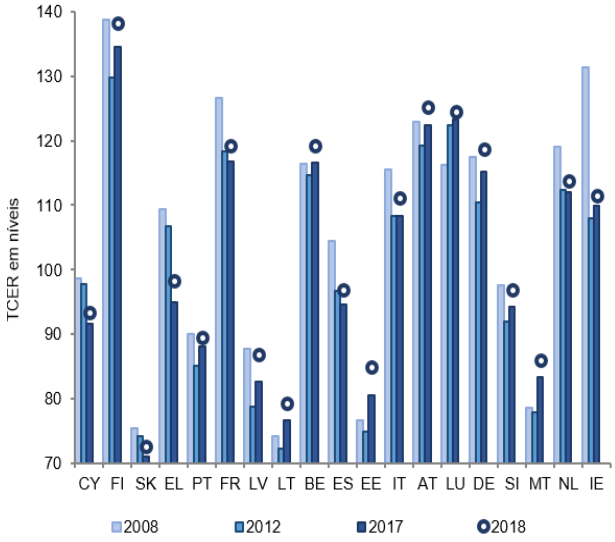
[18] Os dados têm por base a quota da agricultura, da indústria transformadora, do comércio, dos transportes e dos serviços de comunicação no valor acrescentado global. O indicador não tem em conta que os serviços estão a tornar-se cada vez mais transacionáveis e representam uma parte crescente do valor acrescentado global.

**Gráfico 5: Crescimento dos custos unitários do trabalho na área do euro**




*Fonte:* AMECO
*Nota:* Países com PLII > +35 % do PIB: DE, LU, NL, BE, MT. Países com PLII entre 35 % e -35 % do PIB: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Os restantes países encontram-se no grupo dos países com PLII < - 35 % do PIB. A divisão dos países baseia-se nos valores médios das PLII no período 2016-2018. Os países que são credores líquidos registaram um excedente médio da balança corrente durante o mesmo período. Os valores dizem respeito a médias ponderadas em função do PIB para os três grupos de países.

**Gráfico 6: Taxas de câmbio efetivas reais, com base nos deflatores do PIB**




*Fonte:* Cálculos dos serviços da Comissão com base em dados do Eurostat e do FMI.
*Nota:* As taxas de câmbio efetivas reais (TCER) são calculadas com base no rácio entre o deflator do PIB e o dos concorrentes, expresso em paridades de poder de compra (sendo EUA = 100). A ponderação dos países é idêntica à utilizada para calcular os índices das TCER (grupo de 42 concorrentes).

## 3. DESEQUILÍBRIOS, RISCOS E AJUSTAMENTO: EVOLUÇÃO NOS DIFERENTES PAÍSES

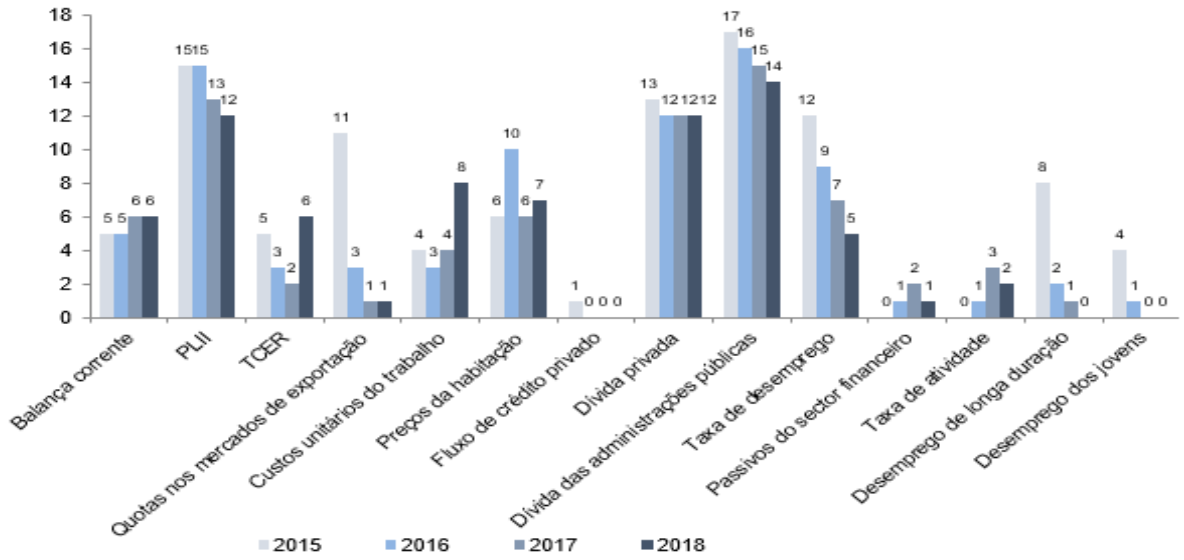
**O RMA assenta numa leitura económica dos indicadores do painel de avaliação do PDM, que constitui um dispositivo de filtragem para detetar indícios *prima facie* de eventuais riscos e vulnerabilidades.** O painel de avaliação inclui 14 indicadores com limiares indicativos relativos aos domínios seguintes: posições externas, competitividade, dívida privada, mercados imobiliários, setor bancário e emprego. Baseia-se em dados efetivos e de boa qualidade estatística, a fim de garantir a estabilidade dos dados e a sua coerência entre os diferentes países, pelo que o painel de avaliação utilizado no presente relatório tem em conta os dados até 2018. De acordo com o Regulamento PDM (Regulamento (UE) n.º 1176/2011), os valores do painel de avaliação não devem ser interpretados sistematicamente no quadro das avaliações incluídas no RMA, devendo antes ser objeto de uma leitura económica que permita uma compreensão mais profunda do contexto económico no seu conjunto e a consideração das circunstâncias específicas de cada país[19]. Um conjunto de indicadores auxiliares complementa a leitura do painel de avaliação. Foram igualmente tidos em consideração na avaliação no âmbito do RMA os mais recentes dados e informações adicionais, conhecimentos obtidos no contexto

[19] Para mais informações sobre a lógica subjacente à construção do painel de avaliação RMA e sobre a sua interpretação, ver: Comissão Europeia (2016), «The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A compendium, European Economy», Documento Institucional 039, novembro de 2016.

dos quadros de avaliação, bem como os resultados das AA e análises pertinentes efetuadas e ainda as previsões da Comissão do outono de 2019.

**Os dados do painel de avaliação apontam para o eventual surgimento de problemas relacionados com a competitividade dos custos e a dinâmica dos preços do imobiliário, para além dos níveis persistentemente elevados da dívida que só gradualmente têm sido ajustados.** Continuam a ser registados com frequência valores que se situam além do limiar do painel de avaliação do RMA nos casos da dívida pública, das posições líquidas de investimento internacional e da dívida do setor privado (gráfico 7)[20]. A expansão económica e a melhoria da balança corrente e dos saldos orçamentais contribuíram, ainda assim, para a redução do passivo externo líquido e da dívida pública, medidos em percentagem do PIB, reduzindo o número de Estados-Membros que ultrapassam os limiares do painel de avaliação. Em contrapartida, o número de casos acima desse limiar mantém-se inalterado no que se refere à dívida privada, em virtude da moderação das poupanças líquidas que compensou o impacto do crescimento económico sobre os rácios dívida/PIB. A expansão económica em alguns países manifesta-se igualmente no rápido crescimento dos custos laborais e dos preços do imobiliário. O número de Estados-Membros em que o aumento do custo unitário do trabalho superou o limiar mais do que duplicou face aos painéis de avaliação anteriores, havendo mais países a ultrapassar os limiares da taxa de câmbio efetiva real em virtude de apreciações. O dinamismo dos preços do imobiliário nos últimos anos reflete-se no aumento marginal do número de países que recentemente ultrapassaram o limiar correspondente. Os casos em que o saldo da balança corrente ultrapassa o limiar continuam, na sua maioria, a refletir os excedentes. O crescimento económico gerador de emprego reflete-se em menos países da UE com elevados níveis de desemprego e em menores problemas com o desemprego dos jovens, o desemprego de longa duração e as taxas de atividade.

**Gráfico 7: Número de países cujos indicadores do painel de avaliação se situam além dos limiares**




*Fonte:* Eurostat

*Nota:* o número de países cujos indicadores do painel de avaliação se situam além dos limiares baseia-se na versão do painel de avaliação publicada com o respetivo RMA anual. As eventuais revisões *ex post* dos dados podem implicar uma diferença no número de países que ultrapassam os limiares, se calculado com base nos valores mais recentes para os indicadores do painel de avaliação, relativamente ao indicado no gráfico acima.

[20] Os resultados detalhados do painel de indicadores, juntamente com os respetivos limiares indicativos, são apresentados no quadro 1.1 do anexo; o quadro 2.1 apresenta os indicadores auxiliares. Tal como explicado na nota ao gráfico 9, a leitura da evolução dos dados que constam do painel de avaliação baseia-se nos dados disponíveis no momento de cada RMA. A data de referência para os dados do presente RMA foi o dia 25 de outubro de 2019.

**Os saldos da balança corrente na maioria dos Estados-Membros da UE desceram ligeiramente em 2018.** O abrandamento das trocas comerciais, a resiliência da procura interna e a subida dos preços do petróleo prejudicaram os saldos das balanças correntes da maioria dos Estados-Membros. Na maioria dos casos, os saldos da balança corrente mantêm-se acima dos níveis que seriam expectáveis com base nos indicadores económicos fundamentais específicos de cada país («normas da balança corrente») e acima do necessário para corrigir os elevados passivos externos (gráfico 8)[21]. Embora as deteriorações das balanças correntes ocorridas entre 2017 e 2018 sejam por vezes mais pronunciadas do que o motivado pelos meros fatores cíclicos (gráfico 9), os saldos das balanças correntes corrigidos de variações cíclicas sugerem geralmente que as posições externas são mais fortes do que o evidenciado nos valores não corrigidos, uma vez que os hiatos do produto são positivos em quase todos os países[22].

- **Só dois Estados-Membros registam défices da balança corrente além do limiar inferior do painel de avaliação do PDM.** Chipre regista o maior défice da balança corrente de toda a UE, segundo a média a três anos do painel de avaliação e, embora tenha registado melhorias em 2018, não atingiu um nível que permita melhorar a PLII ao ritmo necessário[23]. O défice da balança corrente do Reino Unido também ultrapassa o limiar do painel de avaliação. Em 2018, a Roménia registou um défice visível da balança corrente, correspondente a -4,6 % do PIB, numa deterioração acentuada em relação aos anos anteriores; este valor fica aquém da norma e grande parte da deterioração não pode ser imputada ao ciclo económico.
- **As balanças correntes evoluíram no sentido da baixa em vários países que são grandes devedores líquidos.** Em 2018, os resultados da balança corrente melhoraram na Grécia, Portugal e Espanha. O défice da balança corrente da Grécia é superior ao que pode ser explicado pelos indicadores económicos fundamentais, sendo insuficiente para corrigir a PLII muito negativa para níveis prudentes num horizonte de 10 anos[24]. Em Portugal, os últimos valores são inferiores ao nível necessário para assegurar a correção da PLII negativa a um ritmo adequado. Em contrapartida, a evolução da balança corrente em Espanha continua a ser compatível com a melhoria da PLII a um ritmo adequado. A balança corrente da Irlanda melhorou acentuadamente em 2018, refletindo em grande medida as transações transnacionais efetuadas pelas multinacionais.

[21] As balanças correntes que correspondem aos indicadores económicos fundamentais (as chamadas «normas da balança corrente») são obtidas a partir de regressões sumárias que incluem os principais fatores determinantes do saldo entre a poupança e o investimento, combinando indicadores fundamentais determinantes, fatores estratégicos e as condições financeiras mundiais. Para uma descrição da metodologia de cálculo das balanças correntes correspondentes aos indicadores fundamentais utilizada no presente RMA, ver: L. Coutinho *et al*. (2018), Methodologies for the assessment of current account benchmarks, European Economy, Documento de Discussão 86/2018. A metodologia é semelhante à utilizada em S. Phillips et al. (2013), The External Balance Assessment (EBA) Methodology, Documento de Trabalho do FMI 13/272.

[22] Os saldos das balanças correntes corrigidos de variações cíclicas têm em conta o impacto do ciclo, ajustando os valores em função do hiato do produto nacional e do hiato nos países que são parceiros comerciais, ver: M. Salto e A. Turrini (2010), Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment, European Economy, Documento de Discussão 427/2010.

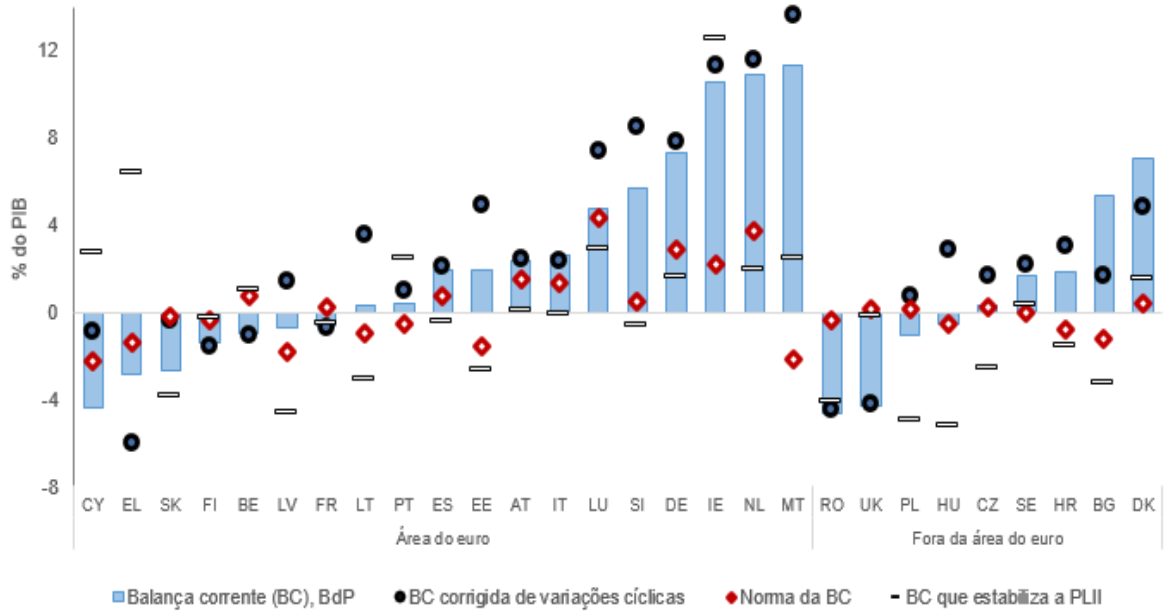
[23] Os dados relativos à balança corrente de Chipre foram revistos desde o último RMA, apresentando agora um défice da balança corrente dentro do limiar mais baixo nos três anos anteriores a 2017, o que não sucedeu no ano passado.

[24] Para as metodologias relativas aos limiares prudenciais específicos de cada país para a PLII, ver a nota de rodapé **Error! Bookmark not defined.**. A diferença entre os saldos correntes existentes e os que seriam necessários para estabilizar a PLII depende essencialmente do prazo que é tido em conta. A título de exemplo, o saldo corrente necessário para estabilizar a PLII da Grécia acima do limiar de -35 % do PIB num horizonte de 20 anos seria um excedente próximo de 1 % do PIB; ver Comissão Europeia (2019), «relatório sobre a supervisão reforçada: Grécia, novembro de 2019», European Economy, Documento Institucional n.º 116, novembro de 2019.

- **Quatro países da UE continuaram a registar excedentes da balança corrente superiores ao limiar máximo do painel de avaliação do PDM**: Dinamarca, Alemanha, Países Baixos desde o início da década e, mais recentemente, Malta. Em 2018, os excedentes diminuíram na Alemanha em 0,7 % do PIB e marginalmente menos na Dinamarca, embora se tenham mantido, em grande medida, inalterados tanto em Malta como nos Países Baixos. Nestes dois últimos países, a evolução das balanças correntes foi também consideravelmente afetada pelas transações transnacionais ligadas a atividades de multinacionais e de setores de serviços orientados para os mercados internacionais, transações essas que afetam tanto a balança comercial como a balança dos rendimentos.

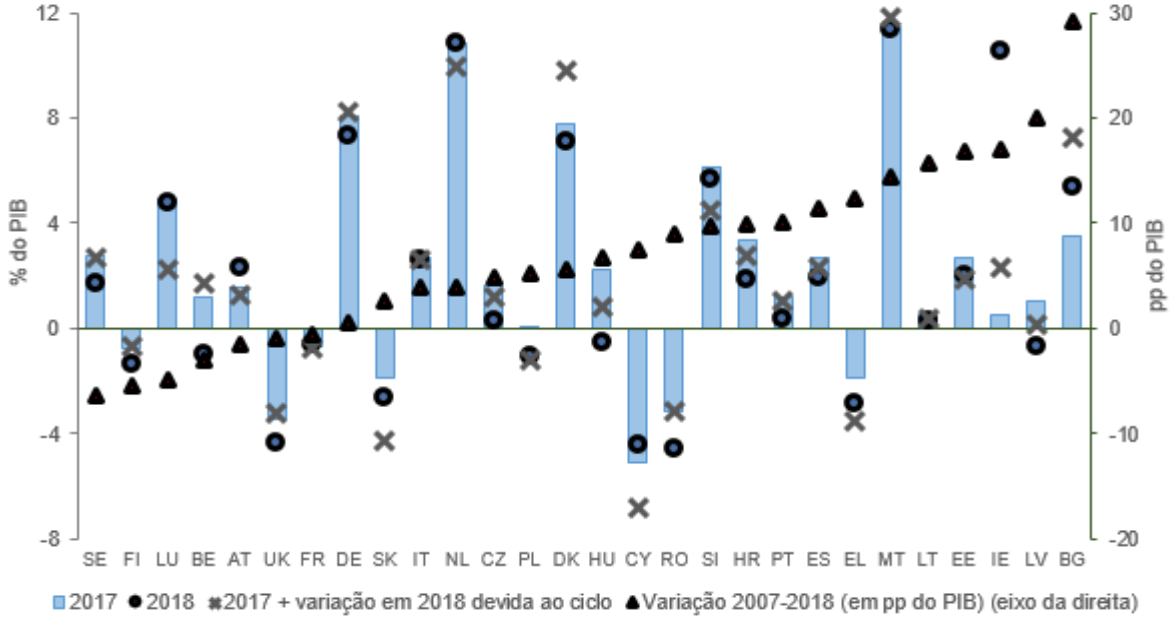
- **Os elevados excedentes registados continuam a contribuir para PLII amplamente positivas.** Com exceção de Malta, os excedentes da balança corrente superiores ao limiar do painel de avaliação situam-se também acima do que pode ser explicado pelos indicadores económicos fundamentais (gráfico 8). Em qualquer dos casos, os excedentes superiores ao limiar do painel de avaliação estão também acima dos níveis que permitiriam estabilizar a já elevada PLII aos níveis atuais num horizonte de 10 anos.

**Gráfico 8: Saldos da balança corrente e valores de referência em 2018**




*Fonte:* Eurostat (dados BPM6) e cálculos dos serviços da Comissão.
*Nota:* Os países são classificados em função do seu saldo da balança corrente em 2018. *Saldos da balança corrente corrigidos de variações cíclicas*: Ver a nota de rodapé 22. *Norma da balança corrente*: ver a nota de rodapé 21. O *valor de referência que consiste no saldo corrente que estabiliza a PLII* é definido como a situação da balança corrente que é necessária para estabilizar a PLII ao seu nível atual durante os próximos 10 anos; ou, se a PLII atual estiver abaixo do limiar prudencial específico para o país, a situação da balança corrente necessária para atingir o limiar prudencial para a PLII durante os próximos 10 anos (ver nota de rodapé 26).

**Gráfico 9: Evolução dos saldos correntes**




*Fonte:* Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão.
*Nota:* Os países são classificados por ordem crescente da variação do saldo corrente em termos de PIB entre 2007 e 2018. A *variação devida ao ciclo* é calculada como a variação do saldo corrente que não decorre de uma variação do saldo da balança corrente corrigido de variações cíclicas.

**Em 2018, as PLII melhoraram a um ritmo mais rápido na maioria dos Estados-Membros, embora persistam em alguns deles elevados volumes de passivos externos negativos.** As melhorias a nível das PLII prosseguiram em 2018 graças à manutenção de saldos prudentes nas balanças correntes, ao crescimento do PIB e aos fortes efeitos positivos de valorização em diversos países (gráficos 10 e 11). As PLII continuam, contudo, a ser claramente negativas em muitos países da UE. Em 2018, 12 Estados-Membros registaram PLII abaixo do limiar do painel de avaliação (-35 % do PIB), menos um do que em 2017. Em países com PLII muito negativas, os valores são inferiores ao justificado pelos indicadores económicos fundamentais («norma PLII») e, em certos casos, abaixo dos limiares prudenciais[25]. Em alguns países, o volume dos passivos externos é grande, mesmo quando calculado com exclusão do IDE e dos instrumentos não passíveis de incumprimento (NENDI)[26].

- Alguns países da área do euro continuam com **PLII muito negativas** (abaixo de -100 %), nomeadamente Chipre, Grécia, Irlanda e Portugal. Nestes países, as PLII estão bastante abaixo dos

[25] As PLII correspondentes aos indicadores económicos fundamentais («normas PLII») são calculadas como a acumulação, ao longo do tempo, das normas da balança corrente (ver igualmente a nota de rodapé **Error! Bookmark not defined.**). Os limiares prudenciais para as PLII são determinados de modo a maximizar a capacidade de sinal na previsão de uma crise da balança de pagamentos, tendo em conta as informações específicas a cada país sintetizadas no rendimento *per capita*. No que respeita à metodologia de cálculo dos volumes da PLII correspondentes aos indicadores económicos fundamentais, ver: A. Turrini e S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions», European Economy, Documento de Discussão 97/2019.
[26] A NENDI é um subconjunto da PLII, que exclui os componentes ligados aos capitais próprios, ou seja, o investimento direto estrangeiro (IDE) sob a forma de capitais próprios, bem como o IDE associado a dívida transnacional intra-empresa; representa assim a PLII com exclusão dos instrumentos não passíveis de incumprimento. Ver também o documento de trabalho dos serviços da Comissão intitulado «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard», Nota técnica; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

valores de referência, tanto das normas PLII como dos limiares prudenciais. Em Chipre e na Irlanda, os níveis de PLII refletem igualmente a dimensão dos balanços das multinacionais e das relações financeiras transnacionais das empresas. Estes quatro países, juntamente com Espanha, mostram um forte efeito dos passivos de dívida líquidos nas respetivas PLII, tal como indicado pela PLII muito negativa, excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (NENDI). Na Grécia, a elevada dívida pública externa, contraída muitas vezes em condições altamente favoráveis, contribui para a maior parte da PLII[27]. Uma grande parte da PLII de Chipre está associada às posições do balanço de entidades de finalidade especial, não financeiras, detidas por armadores.

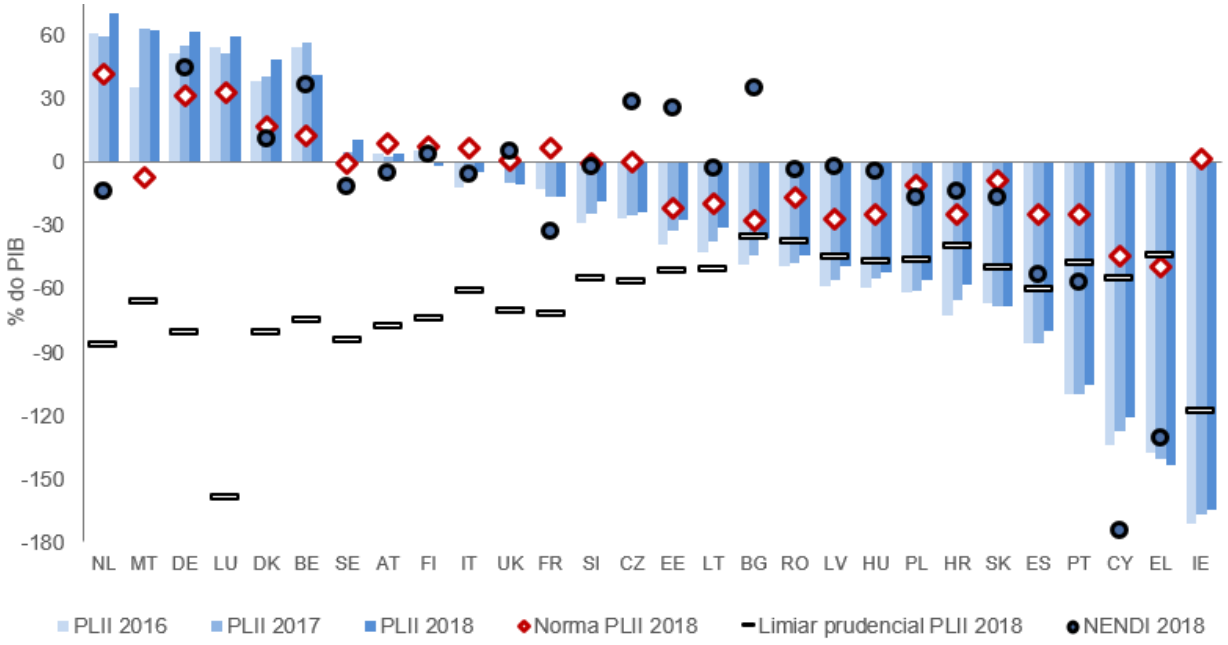
- Em países **com PLII menos negativas**, mas ainda além dos -35 % do PIB, as PLII tendem também a ser inferiores ao que seria expectável em função dos dados económicos fundamentais específicos do país. Foi o caso da Bulgária, Croácia, Hungria, Letónia, Polónia, Roménia e Eslováquia. Em certos casos, ultrapassam também os limiares prudenciais. No entanto, uma vez que muitos destes países da Europa Central e Oriental e países bálticos são grandes beneficiários de IDE, a PLII melhora consideravelmente quando é calculada com exclusão dos instrumentos não passíveis de incumprimento (NENDI)[28]. Outros países da UE registam PLII negativas acima dos -35 % do PIB, mas abaixo das respetivas normas (Chéquia, Estónia, Lituânia e Eslovénia), refletindo também neste caso, em grande medida, os volumes de entradas de IDE. Dentro deste grupo, França destaca-se pela grande importância dos instrumentos passíveis de incumprimento na sua PLII negativa.
- A maior parte das **elevadas PLII positivas** aumentou ainda mais em 2018. Alemanha, Luxemburgo, Malta e Países Baixos registam PLII positivas de, pelo menos, 60 % do respetivo PIB; e a Dinamarca de quase 50 % do seu PIB[29]. Isto reflete a persistência de elevados excedentes da balança corrente durante alguns anos, o que gerou a acumulação de um elevado saldo líquido de ativos face ao resto do mundo. A Bélgica, por seu turno, registou uma quebra na sua PLII muito positiva na sequência de efeitos de valorização adversos. Em todos estes casos, os alores das PLII estão claramente acima das respetivas normas, ou seja, muito além do que seria expectável ou justificado com base nos indicadores económicos fundamentais específicos de cada país.

[27] Olhando para os dados por setores institucionais, a posição de PLII da administração pública contribui para a totalidade da PLII muito negativa da Grécia – uma vez que a dívida pública é maioritariamente detida por estrangeiros, incluindo essencialmente os credores oficiais – enquanto o resto da economia, ou seja, os agregados familiares, as sociedades não financeiras e financeiras, incluindo as instituições financeiras monetárias, apresenta uma PLII positiva. Em Chipre, Portugal e Espanha, a PLII da administração pública representa uma grande parte da PLII da economia, embora o resto da economia ainda apresente uma PLII claramente negativa.

[28] A evolução da balança corrente é coerente com a estabilidade da posição externa destes países, com exceção da Roménia, onde o previsto agravamento da balança corrente deverá conduzir igualmente a um agravamento da PLII.

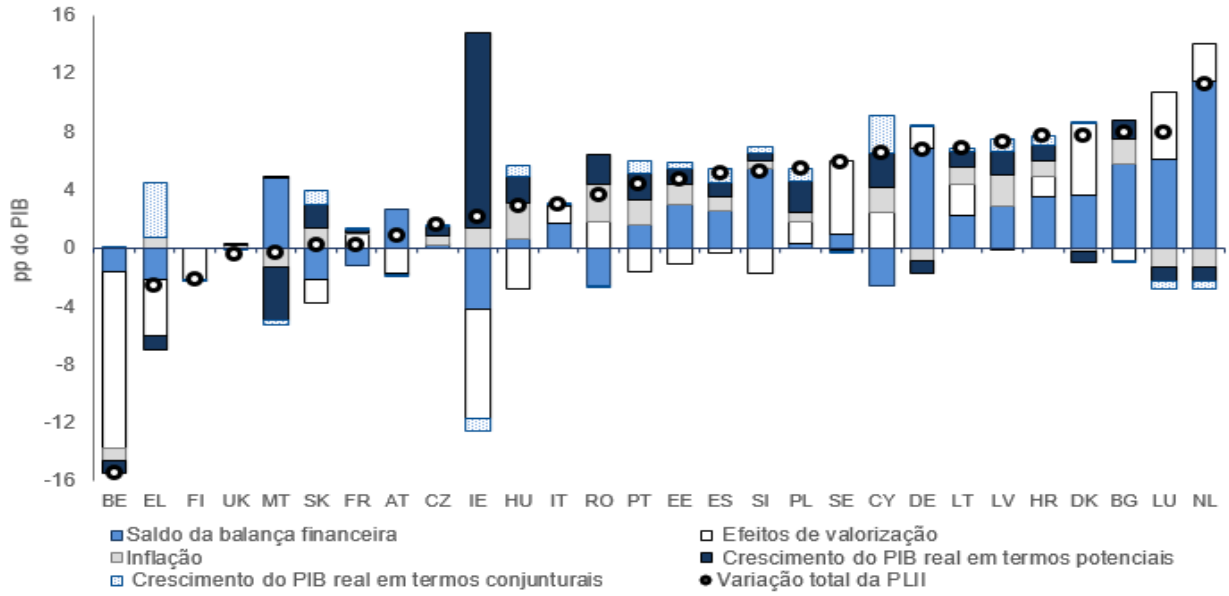
[29] A relevância da NENDI varia consideravelmente neste grupo de países, refletindo igualmente a importância dos respetivos centros financeiros, como acontece no Luxemburgo e Malta, ou os passivos por dívida externa dos bancos e empresas multinacionais sedeadas nos Países Baixos.

**Gráfico 10: Posições líquidas de investimento internacional (PLII) e valores de referência em 2018**




*Fonte:* Eurostat (BPM6, ESA10), cálculos dos serviços da Comissão.
Nota: os valores da NENDI para a Irlanda, o Luxemburgo e Malta estão fora da escala. Os países são apresentados por ordem decrescente do rácio PLII/PIB em 2018. A NENDI corresponde à PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento. Em relação aos conceitos de norma e de limiar prudencial da PLII, ver a nota de rodapé 26.

**Gráfico 11: Dinâmica das posições líquidas de investimento internacional (PLII) em 2018**




*Fonte:* Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão
*Nota*: Os países são apresentados por ordem crescente da variação do rácio PLII/PIB em 2018. O gráfico apresenta uma decomposição da evolução anual homóloga do rácio PLII/PIB em cinco componentes: o saldo da balança financeira, que deve ser igual à soma dos saldos da balança corrente e da balança de capitais; o crescimento real do PIB em termos potenciais e conjunturais; a inflação; e as variações de valorização. A componente conjuntural do crescimento do PIB é calculada como a diferença entre o crescimento efetivo e o potencial.

**Os custos unitários do trabalho (CUT) estão a aumentar a um ritmo acelerado em vários Estados-Membros da UE.** Em 2018, o painel de avaliação revelou um crescimento dos CUT acima do limiar em oito países, o dobro do registado em anos anteriores. A aceleração dos CUT teve início cerca de 2013, primeiro nas economias bálticas e um pouco mais tarde em vários países da Europa Central e Oriental, registando-se alguns sinais de aceleração também por toda a área do euro. Os dados previsionais para 2019 apontam para uma moderação do crescimento dos CUT nos países que registaram nos últimos anos maiores perdas de competitividade em termos de custos, embora existam alguns casos em que o crescimento dos CUT continuou a aumentar (gráfico 12).

- **Observou-se uma aceleração dos custos unitários do trabalho num número cada vez maior de Estados-Membros.** O crescimento dos CUT tem sido especialmente forte em alguns países da Europa Central e Oriental e nos países bálticos, nomeadamente na Roménia, assim como na Bulgária, Chéquia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia e Eslováquia. Em todos estes países, o painel de avaliação revela um crescimento dos CUT acima do limiar. Embora, para a maioria destes países, se preveja uma desaceleração do crescimento dos CUT em 2019, na Hungria e na Eslováquia os CUT deverão acelerar ainda mais este ano. O crescimento dos CUT foi relativamente moderado, embora mais elevado do que em anos anteriores, nos países devedores líquidos da área do euro, nomeadamente Chipre, Grécia e Espanha. Portugal registou um crescimento dos CUT acima da média da área do euro. Os CUT acabaram por também subir ligeiramente nos países que são grandes credores líquidos. Entre as grandes economias da área do euro, a Alemanha foi a que registou a maior aceleração dos CUT.

- **O forte crescimento dos custos unitários do trabalho é, em grande medida, o resultado da retoma do crescimento dos salários, num contexto de retração do mercado de trabalho**. Em 2018, o crescimento dos salários nominais foi o fator que mais contribuiu para o crescimento dos CUT (gráfico 13). Desde o início da retoma económica, ao crescimento do emprego e à diminuição das taxas de desemprego seguiu-se a aceleração do crescimento dos salários, refletindo a dinâmica da curva de Phillips. No entanto, entre o início da retoma e 2017, o crescimento dos salários reais foi inferior ao aumento da produtividade laboral, só se invertendo essa situação a partir de 2018. Em qualquer país, o crescimento dos CUT tende a ser mais forte quando o desemprego é mais baixo, com falta de mão de obra qualificada ou estrangulamentos na oferta de mão de obra, e a dinâmica de recuperação tem tido igualmente a sua importância, sobretudo na Europa Central e Oriental[30]. A aceleração dos CUT reflete igualmente as melhorias no mercado de trabalho, sendo os países que primeiro registaram a aceleração dos CUT os menos afetados pelas recessões associadas à crise da dívida da área do euro em 2011 e em que o desemprego primeiro começou a diminuir.

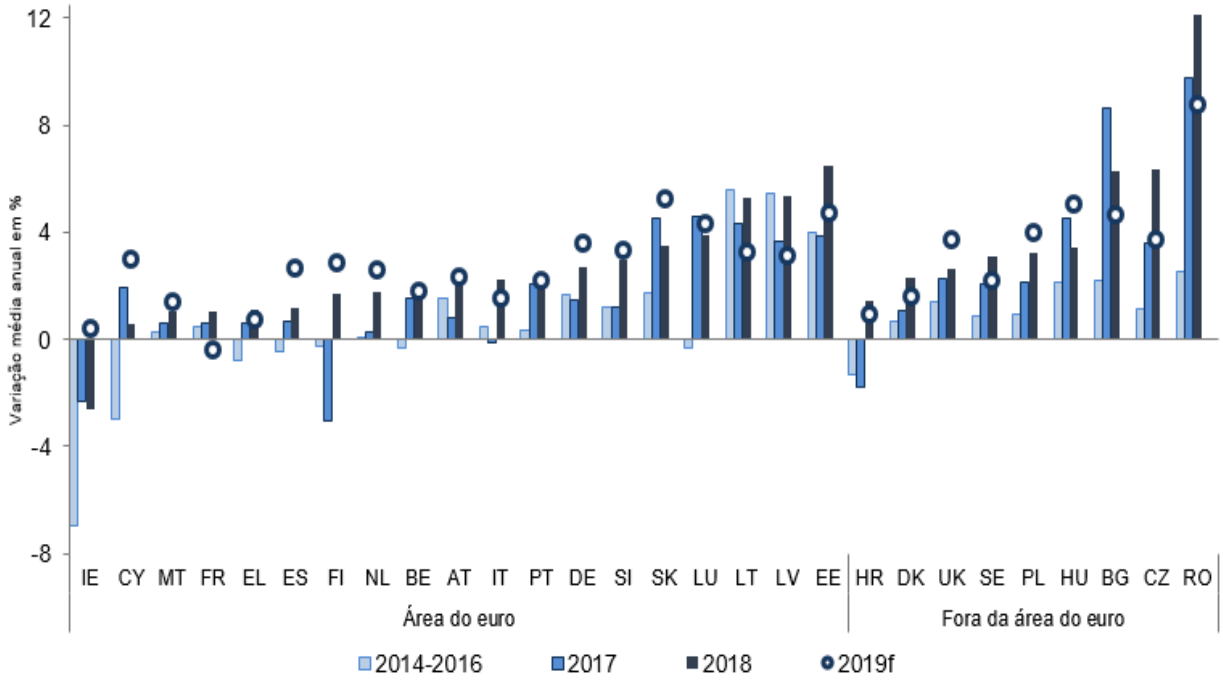
- **A baixa produtividade laboral desempenha um papel cada vez mais importante na aceleração dos custos unitários do trabalho**. A diminuição da produtividade do trabalho deu um importante contributo para a aceleração dos CUT entre 2017 e 2018. O crescimento da produtividade do trabalho retomou na maior parte dos países da UE em virtude da retoma económica, após o abrandamento acentuado verificado nos anos que se seguiram à crise financeira (gráfico 14). A retoma da produtividade do trabalho foi principalmente associada ao crescimento da produtividade total dos fatores, enquanto a maior intensidade de capital contribuiu menos para o crescimento da produtividade laboral comparativamente com o período anterior à crise. Esta última

[30] Por exemplo, G. Brunello e P. Wruuck, «Skill mismatch in Europe: A survey of the literature", IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss e A. Vandeplas, "Measuring skills mismatch. Nota analítica da web, DG EMPL 7/2015, Comissão Europeia, 2015; Comissão Europeia (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe; Análise Anual de 2018 e 2019.

reflete a redução do ritmo do aumento, ou a diminuição, do capital médio por trabalhador em virtude do forte crescimento do emprego e da debilidade do investimento. Nos últimos anos, a produtividade do trabalho tem aumentado a taxas inferiores às registadas no período anterior à crise, devido ao crescimento mais moderado da produtividade total dos fatores e à menor intensidade de capital.

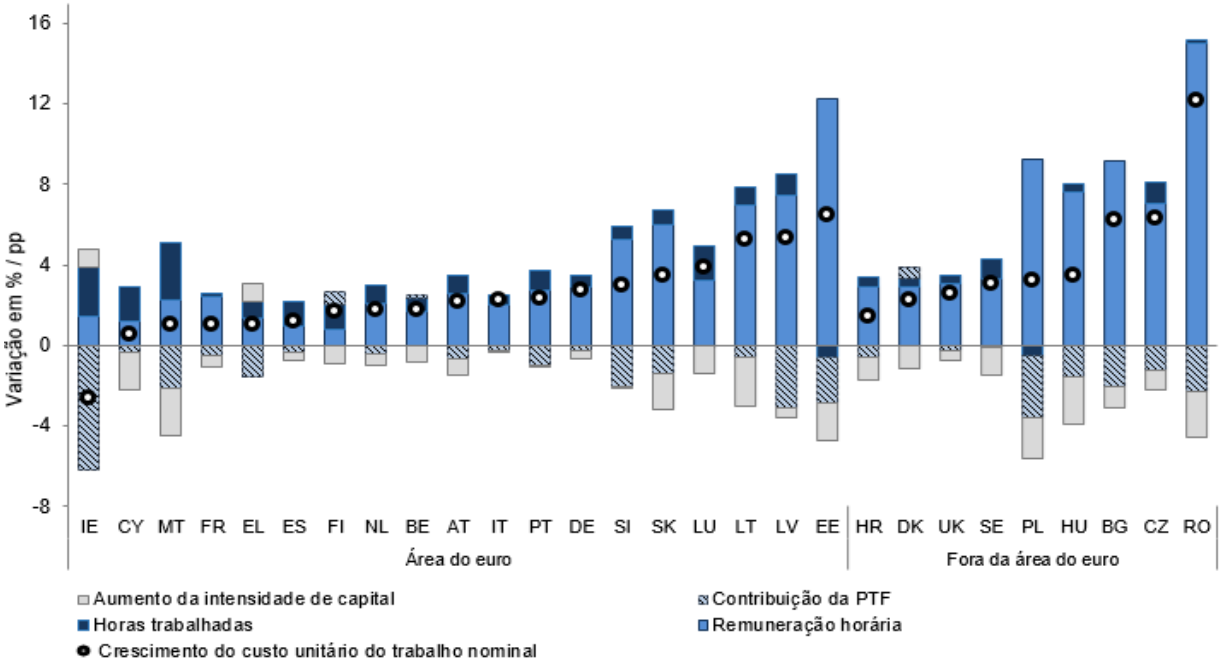
- **O padrão de crescimento dos custos unitários do trabalho está cada vez mais dissociado das necessidades de reequilíbrio.** Em 2018, os CUT aumentaram em todos os países da área do euro, com uma pequena diferenciação entre os países credores líquidos e os que são devedores líquidos. Esta situação contrasta com os anos que se seguiram à crise, em que os CUT aceleraram mais rapidamente nos países credores líquidos. À medida que se começou gradualmente a sentir a retração nos mercados de trabalho, também nos países que registaram inversões da balança corrente, os custos da mão de obra começaram também a aumentar nestes países, tendo as diferenças em relação aos países credores líquidos começado a atenuar-se (ver secção 2). De futuro, tal como acontece nos países devedores líquidos, onde existe maior margem de retração do mercado de trabalho, a dinâmica da competitividade poderá ser cada vez menos favorável ao reequilíbrio, dado o crescimento relativamente maior dos salários combinado com a contenção do aumento da produtividade resultante da redução do contributo do reforço da intensidade de capital.

**Gráfico 12: Crescimento do custo unitário do trabalho nos últimos anos**




*Fonte:* AMECO; Os dados relativos a 2019 são extraídos das previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2019.
*Nota:* Os países estão apresentados por ordem crescente do crescimento dos custos unitários do trabalho em 2018.

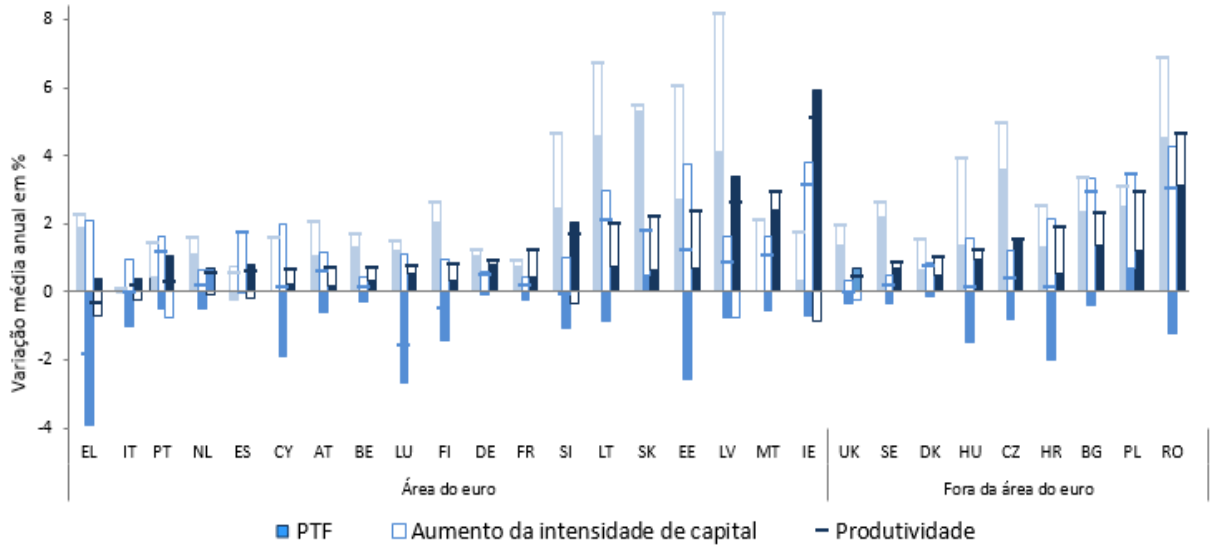
**Gráfico 13: Decomposição do crescimento dos custos unitários do trabalho, 2018**




*Fonte:* AMECO e cálculos dos serviços da Comissão.

*Nota:* Os países estão apresentados por ordem crescente do crescimento dos custos unitários do trabalho em 2018. A decomposição baseia-se na repartição normalizada do aumento dos custos unitários do trabalho entre remuneração horária nominal e produtividade do trabalho, sendo esta última ainda discriminada entre a contribuição das horas trabalhadas, a produtividade total dos fatores e a acumulação de capital, usando um quadro normalizado de contabilização do crescimento.

**Gráfico 14: Decomposição do crescimento da produtividade, 2002-2018**




*Fonte*: AMECO

*Nota*: Produtividade do trabalho medida com base no PIB por pessoa empregada. Os dados relativos à produtividade e às suas subcomponentes [produtividade total dos fatores (PTF) e reforço da intensidade de capital] respeitam a três períodos, da esquerda para a direita: 2002-2007 (barras azul claro e marcador), 2007-2012 (azul intermédio) e 2012-2018 (azul escuro).

**As perdas de competitividade em termos de custos começaram a refletir-se também nas taxas de câmbio efetivas reais (TCER), refletindo em parte apreciações nominais.** Até há pouco tempo, o crescimento dos CUT só se refletia marginalmente na apreciação das TCER baseadas nos CUT, devido sobretudo ao crescimento relativamente forte dos custos e dos preços nos países parceiros não pertencentes à UE e à desvalorização do euro em meados da década e em 2015. Mais recentemente, as TCER baseadas nos CUT começaram a apresentar uma depreciação, parcialmente traduzida igualmente nos valores das TCER obtidos a partir de diferentes deflatores (PIB ou consumo) devido ao crescimento sustentado dos CUT e à apreciação do euro entre 2016 e 2018. Isto fez com que, em 2018, houvesse um número maior de Estados-Membros relativamente aos quais o painel de avaliação apontava para um crescimento das TCER superior ao limiar. Atualmente, apenas um Estado-Membro (Reino Unido) se encontra abaixo do limiar inferior devido à depreciação, enquanto 5 Estados-Membros excederam o limiar devido a apreciações (Bélgica, Chéquia, Estónia, Alemanha e Lituânia).

- **As TCER baseadas nos CUT estão a crescer na maioria dos Estados-Membros, tendo esse crescimento acelerado comparativamente com os últimos anos**. Alguns países da Europa Central e Oriental apresentam o crescimento mais forte desde 2016, nomeadamente os que estão fora da área do euro, mas também se regista um crescimento considerável em vários países da área do euro, em especial nos países bálticos, mas também na Alemanha, no Luxemburgo, em Portugal e na Eslováquia (Gráfico 15).

- **As apreciações nominais, nomeadamente do euro, contribuíram para uma parte das apreciações reais registadas entre 2016 e 2018.** Esta tendência foi, contudo, interrompida e ligeiramente invertida em 2019. Fora da área do euro, entre 2016 e 2018, a Bulgária e a Chéquia registaram as maiores apreciações das taxas de câmbio efetivas nominais (TCEN), tendo a Suécia e o Reino Unido registado depreciações.

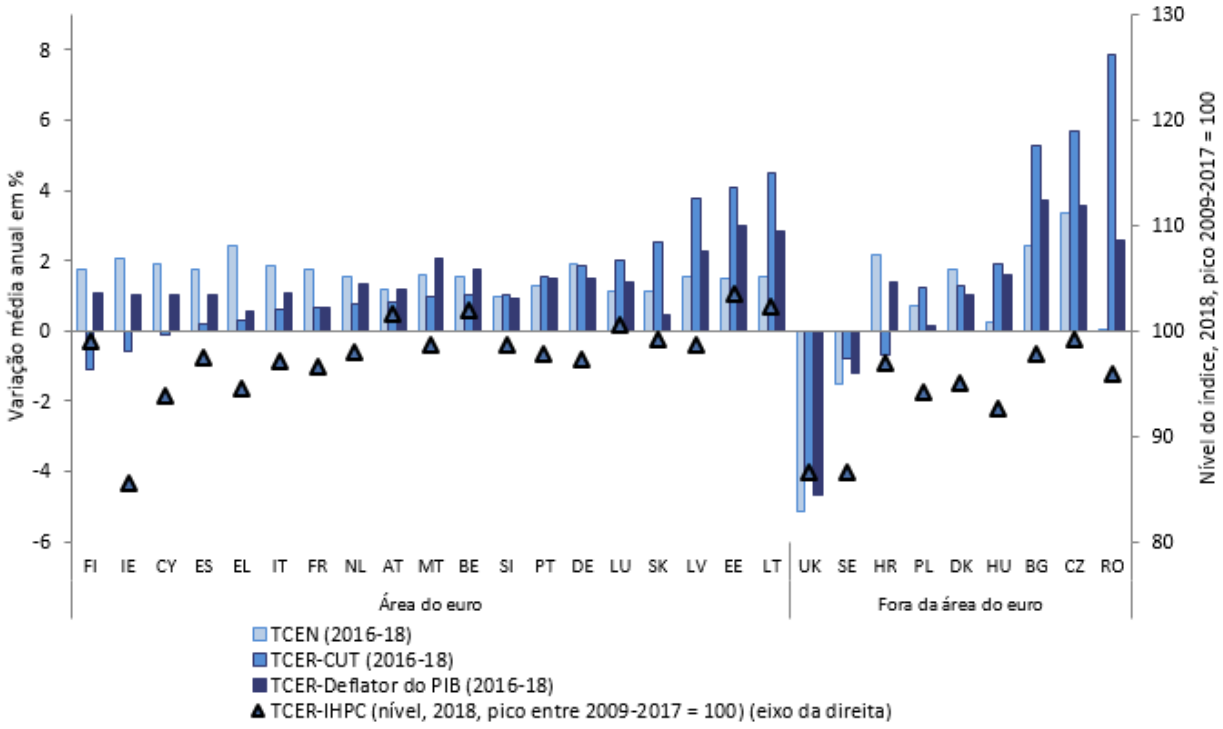
- **Poderá ter ocorrido alguma compressão das margens preço-custo**, uma vez que as TCER baseadas nos CUT se apreciaram em geral mais do que as TCER assentes no deflator do PIB ou no IHPC. Foram observadas disparidades consideráveis entre as TCER baseadas nos CUT e as baseadas nos deflatores do PIB, em especial na Bulgária, na Chéquia, na Letónia, na Lituânia, na Roménia e na Eslováquia[31]. Apesar da baixa dinâmica da inflação, devido às apreciações nominais, **a maioria dos países da UE registou perdas de competitividade medidas pelas TCER baseadas no IHPC**.

- Não obstante as perdas recentemente sofridas, **na maioria dos países da UE a posição concorrencial continua a ser mais favorável do que antes da crise**, uma vez que os níveis das TCER baseadas no IHPC muitas vezes se situam abaixo do nível registado em picos recentes. Em alguns países, contudo, nomeadamente na Áustria, Bélgica, Estónia e Lituânia, os atuais valores das TCER baseadas no IHPC estão acima dos picos recentes, refletindo as apreciações prolongadas.

- As depreciações reais tendem a coincidir com uma redução do preço relativo dos bens não transacionáveis e com o **aumento da quota-parte dos bens transacionáveis na economia**, aumentando o potencial de crescimento induzido pelas exportações. Os dados confirmam frequentemente esse padrão, que parece, contudo, estar a **abrandar** ou mesmo a inverter-se em vários países da UE, nomeadamente nos países bálticos (Gráfico 16).

[31] Embora a compressão das margens impeça que a competitividade em termos de custos afete os termos de troca, limitando assim o impacto sobre os fluxos comerciais em setores caracterizados pela diferenciação dos produtos e pelo estabelecimento dos preços em função do mercado, uma redução persistente da rentabilidade acaba por resultar ao longo do tempo na contração do setor transacionável.

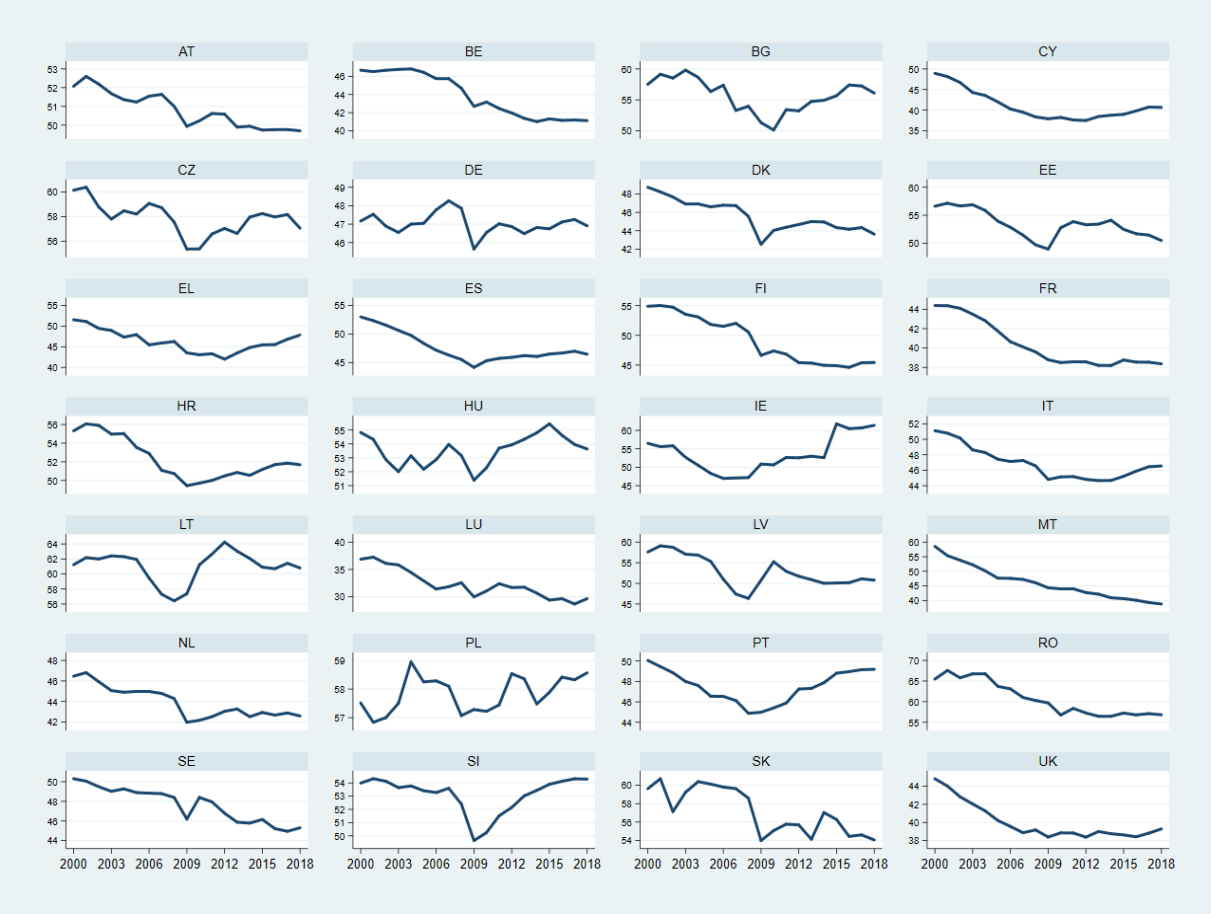
**Gráfico 15: Evolução das taxas de câmbio efetivas nominais e reais (TCEN e TCER)**




*Fonte:* AMECO

*Nota:* Os países são apresentados por ordem crescente da variação média anual da taxa de câmbio efetiva real (TCER) baseada no aumento dos CUT entre 2016 e 2018. As TCER baseadas nos CUT e no deflator do PIB, bem como a taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN), são calculadas relativamente a 37 parceiros comerciais; a TCER baseada no índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) é calculada em função de 42 parceiros comerciais.

**Gráfico 16: Quota-parte dos bens transacionáveis na economia**




*Fonte:* AMECO

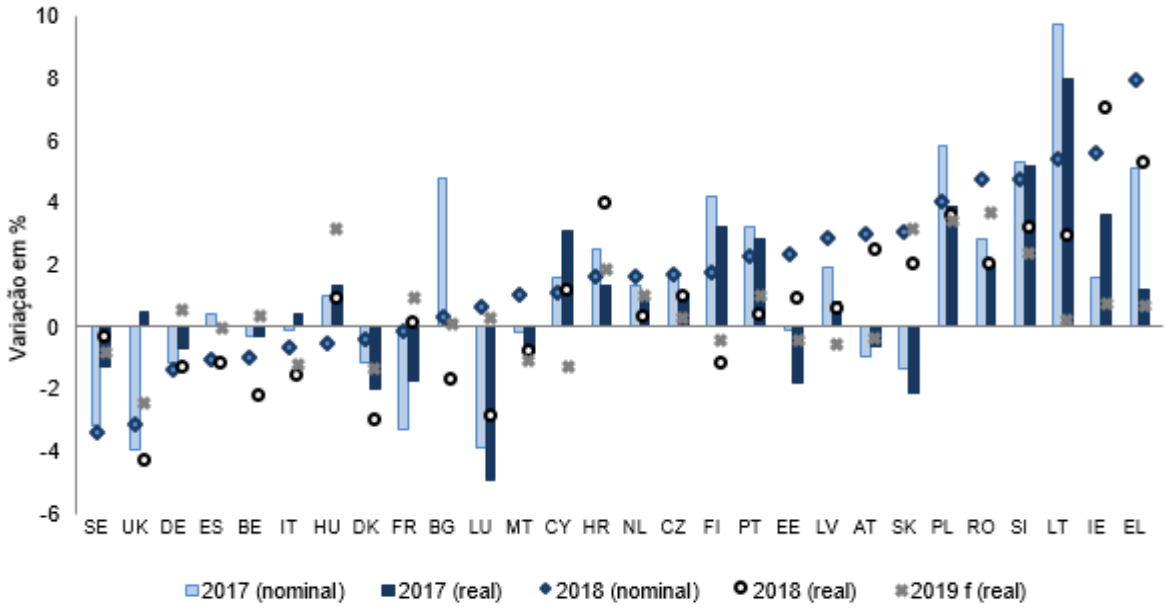
*Nota:* A percentagem de bens transacionáveis na economia (agricultura, indústria transformadora, comércio, transportes e serviços de comunicações) é calculada como a parte do valor acrescentado dos bens transacionáveis no valor acrescentado global da economia (%).

**Em 2018, as quotas nos mercados de exportação aumentaram na maior parte dos Estados-Membros**. As variações acumuladas de quotas nos mercados de exportação ao longo de 5 anos, registadas no painel de avaliação, mostram valores positivos na maior parte dos países da UE. Só um único Estado-Membro (Suécia) registou perdas para além do limiar do painel de avaliação. Dados recentes anuais apontam para taxas de crescimento das quotas de mercado geralmente positivas (gráfico 17).

- Os recentes ganhos de quotas de mercado pelos Estados-Membros da UE continuam a estar parcialmente associados à procura de exportações relativamente forte por parte de regiões com relações comerciais estreitas com os países da UE. As recentes depreciações das TCER também poderão ter tido algum efeito neste sentido. As quotas de mercado dos países da UE reduziram-se na sequência da crise, tendo começado a melhorar com a retoma da procura de exportações intra-UE. Mais recentemente, o **abrandamento das trocas comerciais com várias economias emergentes**, comparativamente com o comércio intra-UE, é suscetível de ter contribuído para o crescimento da quota nos mercados de exportação nos países da UE nos últimos anos. Isto parece ser confirmado pelos ganhos mais limitados de quota nos mercados de exportação em relação aos países da OCDE (quadro 2.1 em anexo). Devido à apreciação das TCER, os ganhos de quotas nos mercados de exportação parecem mais moderados quando avaliados em termos reais.

- **Em 2018, os Estados-Membros da Europa Central e Oriental registaram os maiores ganhos de quotas nos mercados de exportação, embora por vezes com desacelerações consideráveis**. Alguns países credores líquidos, incluindo a Alemanha, estão entre os países que registaram perdas. Entre os países devedores líquidos, as quotas nos mercados de exportação diminuíram em Espanha e na Bulgária e estão a abrandar em Portugal, estando a ser registadas melhorias na Grécia (sendo os ganhos mais elevados registados em 2018), na Roménia e em Chipre.

**Gráfico 17: Variações das quotas nos mercados de exportação**




*Fonte:* Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.
*Nota:* Os países são apresentados por ordem crescente da variação anual das quotas nominais nos mercados de exportação em 2018. As quotas nominais nos mercados de exportação são calculadas dividindo as exportações de um país, a preços correntes, pelas exportações mundiais também a preços correntes. As quotas reais nos mercados de exportação são calculadas subtraindo a taxa de crescimento das exportações mundiais, em volume, à taxa de crescimento do país em volume.

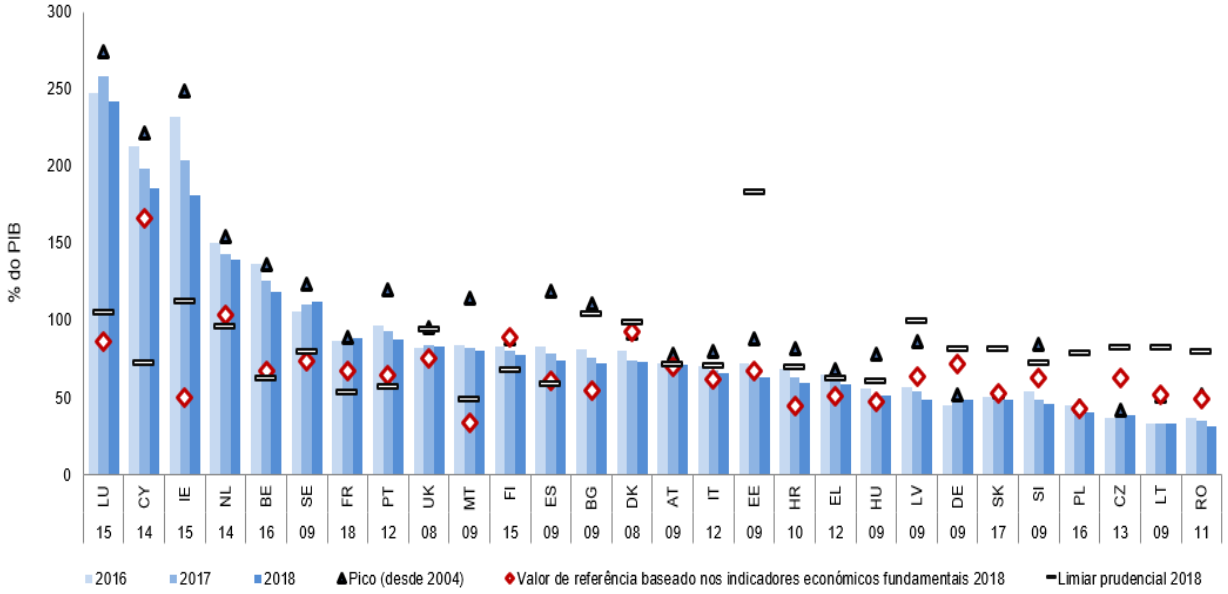
**Os rácios da dívida do setor privado continuam a ser elevados em vários Estados-Membros**, de acordo com os valores de referência disponíveis.

- **Doze Estados-Membros ultrapassaram o limiar do painel de avaliação para a dívida do setor privado em 2018, o mesmo número que o verificado em 2016 e 2017.** Os rácios da dívida do setor privado excedem 200 % do PIB no Luxemburgo, Chipre, Países Baixos e Irlanda. Os dados relativos à dívida nesses países são influenciados pelas transações transnacionais intra-empresas, associadas nomeadamente à atividade das multinacionais e das entidades de finalidade especial. Os rácios dívida privada/PIB na Dinamarca e na Suécia são de cerca de 200 % do PIB; na Bélgica, em França, em Portugal e no Reino Unido, situam-se perto ou acima de 150 % do PIB.

- Em Chipre, em França, nos Países Baixos, em Portugal, em Espanha e na Suécia, **tanto os agregados familiares como as empresas não financeiras** contribuem para os elevados rácios da dívida do setor privado (gráficos 18 e 19). Na Irlanda e no Luxemburgo, é o elevado endividamento das **empresas** que está na origem do elevado volume de dívida privada; na Dinamarca, na Finlândia e no Reino Unido é sobretudo o endividamento das **famílias**.

- **As diferenças entre países no que se refere ao volume de dívida** explicam-se em grande medida pelas disparidades existentes nos fatores fundamentais que justificam a acumulação de dívida, incluindo as perspetivas de crescimento e investimento e a evolução da situação financeira. Uma avaliação dos níveis de dívida deverá portanto ter em conta estes fatores, bem como outros elementos que afetam os riscos decorrentes do elevado nível de dívida numa perspetiva de futuro[32]. Com base nos dados de 2018, todos os países com uma dívida do setor privado superior ao limiar do painel de avaliação encontram-se igualmente acima dos limiares prudenciais e dos valores de referência baseados nos indicadores económicos fundamentais específicos a cada país.

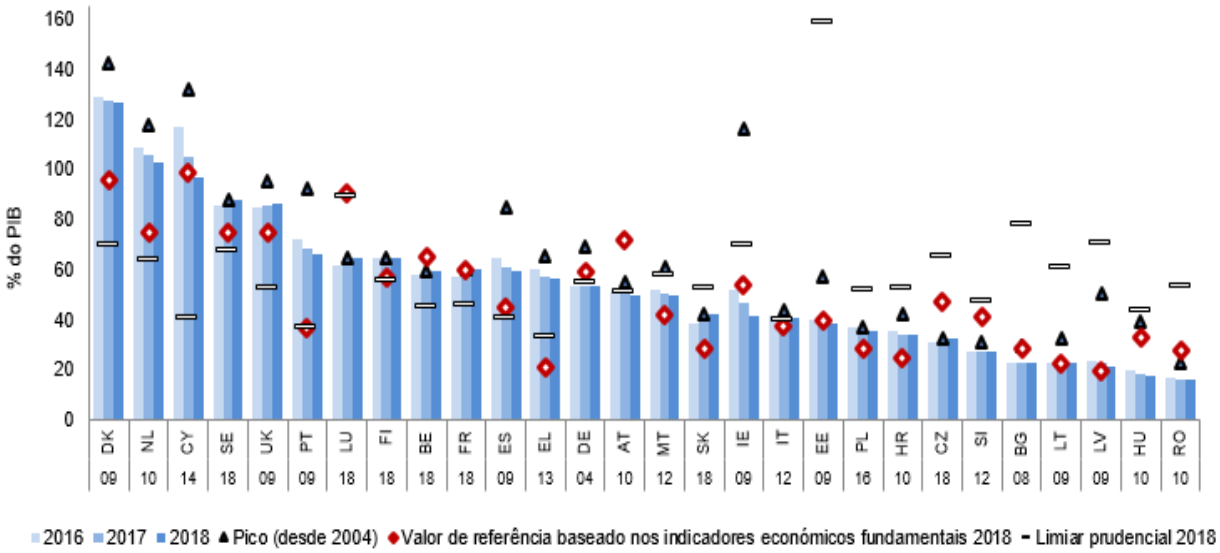
**Gráfico 18: Dívida das empresas não financeiras**




*Fontes:* Contas setoriais trimestrais não consolidadas do Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.
*Notas:* Os países são apresentados por ordem decrescente do rácio da dívida das empresas não financeiras em relação ao PIB em 2018. Os números indicados abaixo do código de país indicam o ano em que o rácio da dívida atingiu o pico.

[32] Estes fatores são tidos em conta nos valores de referência específicos por país elaborados pela Comissão Europeia em cooperação com o Grupo de Trabalho EPC LIME (Comissão Europeia, «Benchmarks for the assessment of private debt», Nota à atenção do Comité de Política Económica, ARES (2017) 4970814 e atualizações subsequentes. *Os valores de referência baseados nos indicadores económicos fundamentais* permitem avaliar a dívida privada em função de valores que podem ser explicados com base nos indicadores económicos fundamentais, sendo obtidos a partir de regressões que integram os principais fatores determinantes do crescimento do crédito e que têm em conta um determinado volume inicial de dívida. Os limiares prudenciais representam o nível da dívida para além do qual a probabilidade de uma crise bancária é relativamente elevada; esses níveis baseiam-se na maximização da capacidade de sinal na previsão de crises bancárias, minimizando a probabilidade de crises não previstas e de falsos alertas, incorporando informações específicas por país sobre a capitalização bancária, a dívida pública ou o nível de desenvolvimento económico.

**Gráfico 19: Endividamento das famílias**




*Fontes:* Contas setoriais trimestrais não consolidadas do Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.
*Notas:* Os países são apresentados por ordem decrescente do rácio da dívida das famílias em relação ao PIB em 2018. Os números indicados abaixo do código de país indicam o ano em que o rácio da dívida atingiu o pico.

**O desendividamento do setor privado tem ocorrido sobretudo como resultado do crescimento do PIB nominal, a um ritmo mais lento, e, em alguns casos, a elevada dívida está novamente a aumentar em vez de diminuir.** Nos últimos anos, a dívida das empresas não financeiras e das famílias em países altamente endividados, como Chipre, Irlanda, Portugal e Espanha, diminuiu em, pelo menos, 25 pontos percentuais do PIB em relação aos picos (gráficos 18 e 19). A Estónia, a Hungria, a Letónia e a Eslovénia registaram também uma acentuada redução da dívida, em especial nos rácios de dívida das empresas. Nos últimos anos, o ritmo de redução dos rácios da dívida tem vindo a diminuir. Isto é mais manifesto no caso da dívida das famílias. Embora a maior parte das economias da UE tenha continuado a registar uma diminuição dos rácios da dívida, também se verificou alguma realavancagem, em especial por parte das famílias.

- **O processo de desendividamento resulta cada vez do crescimento do PIB nominal.** Os fluxos de crédito para o setor privado continuam a ser moderados, não tendo nenhum Estado-Membro ultrapassado o limiar do painel de avaliação para esta variável em 2018. O crescimento do PIB nominal nos últimos anos permitiu que alguns países começassem a entrar num modo de «desendividamento passivo», ou seja, uma redução dos rácios dívida/PIB apesar dos fluxos de crédito positivos. O crescimento contínuo do PIB tem aliviado a pressão no sentido do «desendividamento ativo», ou seja, conseguido graças à diminuição dos níveis de dívida em termos nominais. Com efeito, menos países registam fluxos de crédito negativos tanto para as empresas como para as famílias, comparativamente com 2017 (gráficos 20 e 21). No entanto, uma vez que o ciclo económico já atingiu o pico, o contributo da retoma cíclica do PIB torna-se mais limitado ou pode mesmo inverter-se, o que implica que de futuro as perspetivas de maior «desendividamento passivo» ficarão mais dependentes do crescimento potencial do PIB.
- No que respeita à **dívida das empresas**, o desendividamento prosseguiu na maioria dos países da UE, resultando cada vez mais do crescimento do PIB. Entre o primeiro trimestre de 2018 e o primeiro trimestre de 2019, só houve desendividamento ativo das empresas não financeiras na Bélgica, Dinamarca, Itália, Luxemburgo, Portugal e Eslovénia (gráfico 20, com base em dados não consolidados). Em Chipre, Malta e Bulgária, os fluxos de crédito para o setor empresarial superaram 5 % do PIB, apesar de a dívida das empresas não financeiras já ser elevada. Os fluxos de crédito um pouco mais dinâmicos estiveram na base do aumento da dívida das empresas não financeiras em França, na Alemanha e na Suécia. Com efeito, França e Suécia têm vindo a endividar-se mais, apesar de registarem uma dívida das empresas não financeiras acima dos valores de referência[33].
- No que respeita à **dívida das famílias**, o desendividamento abrandou mais acentuadamente. No Reino Unido, Suécia, Bélgica e França, o endividamento das famílias em percentagem do PIB aumentou em 2018, apesar de já se encontrar em níveis relativamente elevados (perto ou acima dos valores de referência). Só em poucos Estados-Membros (Grécia e Irlanda) se observou um desendividamento ativo (gráfico 21). Nos casos em que houve desendividamento, este teve lugar a um ritmo lento, em especial em Chipre, Portugal e Espanha.

[33] Na Irlanda, embora os fluxos de crédito líquidos tenham sido negativos e o crescimento do PIB nominal favorável, valorizações positivas compensaram estes efeitos, não permitindo o desendividamento (em termos não consolidados) entre o primeiro trimestre de 2018 e o primeiro trimestre de 2019, possivelmente em resultado da atividade das empresas multinacionais.

**Gráfico 20: Decomposição da variação do rácio da dívida das empresas não financeiras em relação ao PIB (1.º trimestre de 2018 - 1.º trimestre de 2019)**

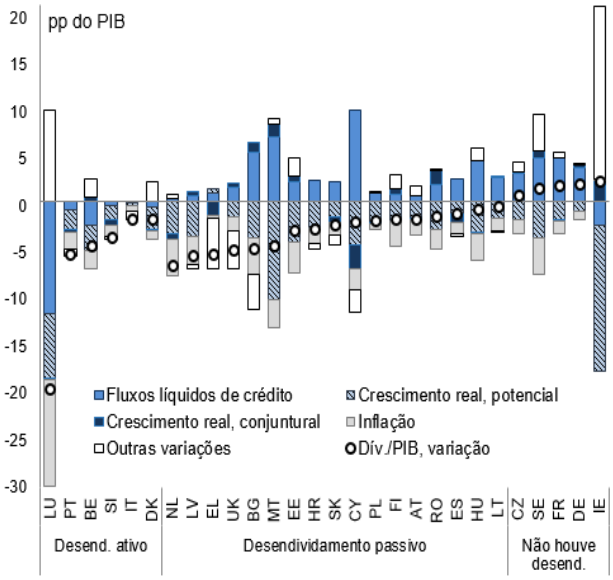
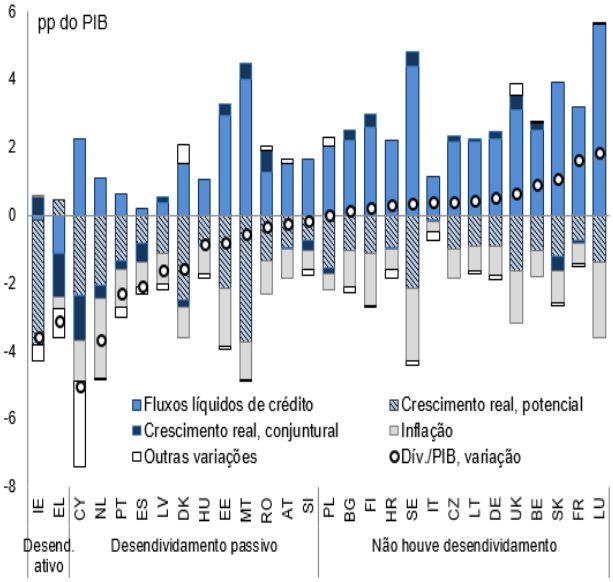



**Gráfico 21: Decomposição da variação do rácio da dívida das famílias em relação ao PIB (1.º trimestre de 2018 - 1.º trimestre de 2019)**




*Fontes:* Contas setoriais trimestrais não consolidadas do Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.
*Notas:* os gráficos apresentam uma decomposição da evolução anual homóloga dos rácios dívida/PIB não consolidados em cinco componentes: fluxos de crédito, crescimento real do PIB em termos potenciais e conjunturais, inflação e outras variações. A componente conjuntural do crescimento do PIB é calculada como a diferença entre o crescimento efetivo e o crescimento potencial. O «desendividamento ativo» pressupõe o reembolso líquido de dívida (fluxos de crédito líquidos negativos), conduzindo normalmente a uma contração nominal do balanço do setor. O «desendividamento passivo», por seu turno, consiste em os fluxos de crédito líquidos positivos serem compensados por um crescimento mais elevado do PIB nominal, conduzindo a uma redução do rácio dívida/PIB.

**As condições no setor bancário da UE melhoraram consideravelmente nos últimos anos, sendo geralmente estáveis.** O setor bancário continua a deparar-se com alguns desafios, nomeadamente decorrentes dos baixos níveis de rentabilidade e do elevado volume de empréstimos não produtivos (NPL) em vários Estados-Membros. Os rácios de fundos próprios de nível 1 cessaram de aumentar após terem atingido níveis acima dos requisitos regulamentares em todos os Estados-Membros, com variações substanciais entre os diferentes países. A rendibilidade dos capitais próprios do setor bancário recuperou significativamente nos últimos anos, mas essas melhorias atenuaram-se mais recentemente. Alguns países, em especial a Grécia, Itália e Portugal (gráficos 22 e 23), são ameaçados por uma combinação de taxas de rendibilidade relativamente baixas, rácios de capitalizações inferiores à média e um volume relativamente elevado de NPL.

- **O crescimento dos passivos do setor financeiro continua a ser limitado, muito abaixo do limiar do painel de avaliação**, salvo no caso da Finlândia. O crescimento dos passivos do setor financeiro abrandou ligeiramente em 2018, comparativamente com 2017, na maior parte dos Estados-Membros.[34] Não obstante, os fluxos de crédito bancário aumentaram em 2018 a um ritmo ligeiramente superior, comparativamente com 2017, nomeadamente no que se refere ao crédito às

[34] Na Finlândia, este aumento em 2018 coincidiu com a deslocação da sede de um banco da Suécia para a Finlândia.

famílias, tendo estabilizado nos primeiros meses de 2019 devido à incipiente restrição das condições de concessão de crédito[35].

- **Os rácios de capitalização estabilizaram na maioria dos Estados-Membros, ao passo que a rendibilidade dos capitais próprios se deteriorou em diversos casos em 2018.** Em 2018, a rendibilidade dos capitais próprios continuou a ser negativa na Grécia e em Portugal, tendo-se tornado positiva em Chipre. As avaliações dos capitais próprios dos bancos aumentaram durante o ano de 2017, enquanto em 2018 e durante a maior parte de 2019 diminuíram, apesar do desempenho positivo do conjunto dos índices bolsistas europeus, refletindo, entre outros fatores, a revisão das perspetivas de mercado quanto às perspetivas de rendibilidade do setor.

- **Alguns Estados-Membros da UE apresentam uma combinação de taxas de rendibilidade e rácios de capitalização relativamente baixos, e volumes elevados de NPL**.[36] Na Grécia, o rácio de NPL ainda é superior a 40 %. Chipre registou melhorias consideráveis quanto a este rácio, sobretudo em virtude das vendas de empréstimos e da liquidação de um grande banco em 2018, tendo a rendibilidade passado a ser positiva. Em Portugal e em Itália, o rácio de NPL diminuiu acentuadamente desde 2016, apontando os dados mais recentes para uma nova redução, embora mais moderada, em 2018. O rácio de NPL diminuiu para menos de 10 % em ambos os países. A Bulgária, a Croácia, a Hungria, a Irlanda, a Roménia e a Eslovénia registaram uma diminuição dos seus rácios de NPL, que eram superiores à média em 2018.

- **As atuais perspetivas económicas, caracterizadas pelas baixas taxas de juro a longo prazo, suscitam novos desafios**. O declínio das taxas de juro faz-se sentir sobretudo nos prazos de vencimento mais longos, o que conduz a um alisamento das curvas de rendimento e a uma maior compressão das margens de taxa de juro. Este alisamento impede os bancos de converterem os prazos de vencimento, podendo afetar a sua rentabilidade. Uma vez que a conjuntura de baixa rendibilidade diz respeito, em especial, aos ativos financeiros de baixo risco, pode afetar particularmente a rendibilidade e o balanço das instituições financeiras não bancárias com carteiras de ativos investidas sobretudo em ativos de baixo risco, como as companhias de seguros, nomeadamente o subsetor dos seguros de vida, e os fundos de pensões.[37]

[35] Como referido no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro, ver BCE, Boletim Económico, agosto de 2019.

[36] Entende-se por NPL, para efeitos dos indicadores auxiliares do painel de avaliação, o valor total bruto dos adiantamentos e NPL como percentagem do valor total bruto dos empréstimos e adiantamentos (montante escriturado bruto), para a secção de relato «Grupos bancários e bancos nacionais, filiais sob controlo estrangeiro e sucursais sob controlo estrangeiro, todas as instituições». O quadro 2.1, que consta do anexo, fornece estes valores. Os dados harmonizados sobre os rácios de NPL só estão disponíveis desde 2014. Por conseguinte, no que se refere aos dados respeitantes a 2008 e ao «aumento até ao valor culminante», o gráfico 23 apresenta o rácio entre o valor bruto dos instrumentos de dívida não produtivos, por um lado, e o valor bruto do total dos instrumentos de dívida, por outro, que está disponível em séries cronológicas mais longas e que abrange também, para além dos empréstimos, outros instrumentos de dívida detidos pelo setor bancário. Este último é, em geral, ligeiramente inferior aos rácios de NPL, em grande parte devido ao facto de o denominador ser maior, ou seja, o valor bruto total dos instrumentos de dívida ser superior ao total dos empréstimos. A diferença máxima entre os dois rácios ascende atualmente a 4 pontos percentuais (na Grécia), situando-se na maioria dos países abaixo de 1 ponto percentual.

[37] BCE, Análise da Estabilidade Financeira, maio de 2019.

**Gráfico 22:** **Rentabilidade e capital do setor bancário**

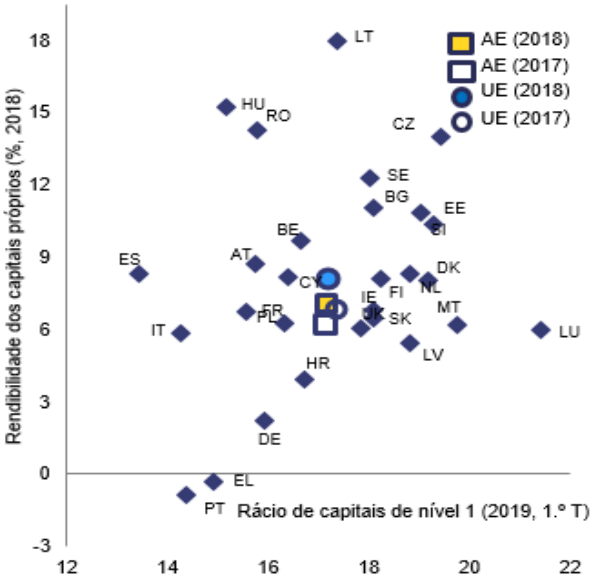
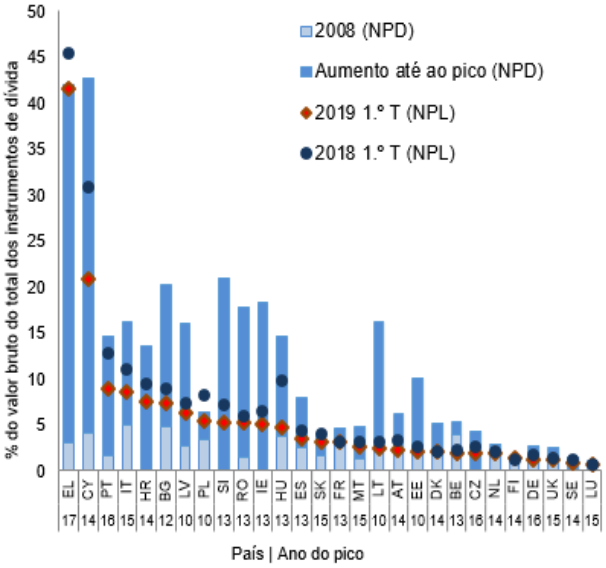



**Gráfico 23: Empréstimos não produtivos**




*Fonte:* Não existem dados relativamente aos instrumentos de dívida não produtivos em 2008, relativamente à Croácia, Chéquia, Irlanda, Eslovénia e Suécia.
*Nota:* No gráfico 23, os dados respeitantes a 2008 e ao «aumento até ao valor culminante», dizem respeito ao rácio entre o valor bruto dos instrumentos de dívida não produtivos e o valor bruto do total dos instrumentos de dívida; Os rácios de NPL dizem respeito ao 1.º trimestre de 2018 e ao 1.º trimestre de 2019; os números indicados abaixo do código de país indicam o ano em que os instrumentos de dívida não produtivos atingiram o pico.

**Os preços do imobiliário continuaram a crescer a um ritmo rápido em 2018, embora a dinâmica de crescimento tenha arrefecido nas zonas onde existem mais indícios de sobrevalorização.** A aceleração no aumento dos preços do imobiliário fez com que um número cada vez maior de mercados imobiliários estejam próximos ou acima dos picos registados antes da crise (gráfico 26). Em 2018, sete Estados-Membros revelaram um crescimento dos preços reais do imobiliário acima do limiar do painel de avaliação (Chéquia, Hungria, Irlanda, Letónia, Países Baixos, Portugal e Eslovénia), um a mais do que em 2017. O aumento dos preços do imobiliário foi particularmente forte nos países da UE que, até à data, tinham revelado poucos ou nenhuns indícios de sobrevalorização deste setor, enquanto se registou um abrandamento nos países que apresentavam indícios mais fortes de sobrevalorização. Os dados recolhidos até ao segundo trimestre de 2019 sugerem que o limiar do painel poderá ser ultrapassado este ano pela Croácia, Chéquia, Hungria, Polónia e Portugal, caso o padrão de crescimento se mantenha durante o segundo semestre do ano. No primeiro semestre deste ano, comparativamente com 2018, destacaram-se os aumentos de preços do imobiliário na Croácia, Chipre e Suécia, assim como as desacelerações verificadas na Dinamarca, Irlanda, Letónia, Roménia e Eslovénia.

- **Uma parte do aumento ocorrido nos preços do imobiliário está associado aos indicadores económicos fundamentais**. O crescimento dos preços do imobiliário retomou em 2013, com o início da recuperação económica e a redução das taxas de juro. Neste contexto, pode ser justificado

pelos indicadores económicos fundamentais[38]. Não obstante a aceleração dos preços, o aumento dos novos créditos hipotecários não teve até agora efeitos consideráveis nos preços, contrariamente ao que sucedera no período anterior à crise. Poderá, contudo, contribuir para a manutenção da aceleração dos preços do imobiliário.

- **O forte crescimento dos preços do imobiliário tem tido efeitos nos níveis de valorização.** Na Hungria, Irlanda, Letónia, Países Baixos, Portugal e Eslovénia, o crescimento dos preços reais do imobiliário já era elevado em 2017, tendo acelerado ainda mais em 2018 (gráfico 24 e gráfico 25, quadrante superior direito). O crescimento forte e prolongado no tempo numa série de países tem agravado progressivamente os riscos de sobrevalorização: o número de países da UE em que existe sobrevalorização nos preços do imobiliário tem aumentado nos últimos anos. Os indícios dessa sobrevalorização (traduzidos em diferenciais de valorização crescentes) tornaram-se recentemente mais fortes em países como a Alemanha ou Portugal. Os preços do imobiliário estão atualmente próximos ou acima dos níveis máximos registados em meados da década de 2000 em diversos países (Áustria, Bélgica, Chéquia, Alemanha, Luxemburgo, Malta, Portugal; Gráfico 26). Em vários países, a subida dos preços da habitação está a torná-los incomportáveis, como o demonstra o rácio entre o nível dos preços do imobiliário e o rendimento disponível *per capita*. As estimativas revelam que em cerca de metade dos países da UE são necessários mais de 10 anos de rendimento para adquirir uma habitação de 100 metros quadrados.[39] Do mesmo modo, um em cada dez europeus faz parte de um agregado familiar que despendeu 40 % ou mais do seu rendimento com a habitação em 2017[40].

- **Os preços da habitação abrandaram ligeiramente em alguns países que apresentavam indícios de sobrevalorização e um elevado endividamento das famílias, tendo tido início uma correção em baixa no mercado imobiliário da Suécia.** As taxas de crescimento dos preços do imobiliário tenderam a ser menos pronunciadas nos países em que se registava uma maior sobrevalorização. Este padrão, que não era visível em anos anteriores, foi claramente percetível em 2018 nos países com preços do imobiliário sobrevalorizados. Em 2018, a Áustria, a Bélgica, França e o Reino Unido destacaram-se pela combinação de diferentes graus de sobrevalorização dos preços do imobiliário, elevado endividamento das famílias e aumento dos preços dos imóveis em 2018 inferior ao registado em 2017 (gráfico 25). Estas desacelerações poderão refletir a incomportabilidade dos preços, o aumento da oferta de imóveis e os efeitos das políticas adotadas a nível nacional, incluindo no domínio macroprudencial[41]. Além disso, embora os preços do

[38] Os valores de referência para os preços do imobiliário permitem avaliar o nível de sobrevalorização ou subavaliação desses preços com base nas características específicas de cada país. Os diferenciais de valorização sintéticos baseiam-se no diferencial obtido a partir de vários valores de referência: i) o desvio do rácio preço/rendimento relativamente à sua média a longo prazo; ii) o desvio do rácio preço/renda relativamente à sua média a longo prazo; iii) o desvio em relação aos valores de referência baseados nas regressões, tendo em conta os indicadores económicos fundamentais quanto à oferta e à procura (ver N. Philiphonnet e A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», Documento de Discussão 48 da Comissão Europeia, maio de 2017). No cálculo dos valores de referência baseados nas regressões, as variáveis explicativas cíclicas foram sujeitas ao filtro de Hodrick-Prescott para limitar a volatilidade.

[39] As estimativas do nível de preços são obtidas a partir dos dados das contas e dos censos nacionais ou, quando estes não estejam disponíveis, das informações publicadas nos sítios web dos agentes imobiliários. Ver J. C. Bricongne *et al*. (2019),” Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates”, European Economy, Documento de Discussão 101, julho de 2019.

[40] Comissão Europeia (2018), Employment and Social Developments in Europe – Annual Review 2019, capítulo 4.

[41] Desde 2015, o investimento na construção tem aumentado a um ritmo mais rápido em toda a UE, sendo as taxas de crescimento mais elevadas observadas nos países com um maior aumento nos preços do imobiliário. O número de licenças de construção emitidas tem vindo a aumentar na maior parte dos países da UE. As políticas

imobiliário na Suécia tenham diminuído em 2018, tanto em termos nominais como reais, os dados relativos aos dois primeiros trimestres de 2019 apontam para uma certa estabilização. Em contrapartida, não se verificou qualquer ajustamento no Luxemburgo, onde as vulnerabilidades e os riscos de sobrevalorização continuaram a agravar-se.

- **Em vários Estados-Membros, os preços sobrevalorizados do imobiliário coexistem com elevados níveis de endividamento das famílias**. É o caso, nomeadamente, da Dinamarca, Luxemburgo, Suécia e Reino Unido. Os Países Baixos caracterizam-se por um nível muito elevado do endividamento das famílias e por níveis de preços elevados relativamente ao rendimento. O crescimento do volume de crédito hipotecário em 2018 foi particularmente rápido na Bulgária, Roménia e Eslováquia (mais de 10 % em relação ao ano anterior), assim como na Áustria, Bélgica, Chéquia, Estónia, França, Hungria, Lituânia, Luxemburgo e Malta (mais de 5 % em relação ao ano anterior). Em alguns casos, verificou-se um forte crescimento a partir de níveis já relativamente elevados, como na Bélgica ou em França. A situação é um pouco diferente quando se tem em conta o aumento da dívida associada apenas aos novos empréstimos hipotecários, ou seja, excluindo o impacto dos reembolsos (gráfico 27). Nos diferentes países, a relação entre os preços do imobiliário e os novos empréstimos hipotecários parece fraca, não havendo indícios claros de que os preços tenham aumentado mais nos países onde foi concedido um maior volume de crédito hipotecário. Este facto sugere que a concessão de crédito não terá tido, até à data, um papel fundamental na aceleração dos preços do imobiliário[42]. No entanto, em vários países, o forte crescimento dos preços do imobiliário tem sido associado a um forte crescimento do crédito hipotecário, nomeadamente na Eslováquia, no Luxemburgo, na Alemanha e nos Países Baixos.

macroprudenciais recentemente adotadas em toda a UE poderão ter afetado o ritmo de valorização dos preços do imobiliário. É o caso, nomeadamente, dos limites máximos impostos ao rácio empréstimo/valor do imóvel e ao rácio serviço da dívida/rendimento. Nos últimos anos, a tributação do património imobiliário foi alvo de uma reforma em vários Estados-Membros, nomeadamente com o objetivo de limitar o alcance do desagravamento fiscal do crédito hipotecário.

[42] Na maioria dos países da área do euro, o aumento dos preços do imobiliário após a crise precedeu a aceleração do crescimento do crédito hipotecário. Ver, por exemplo, Comissão Europeia, «Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses", Nota à atenção do Comité de Política Económica - Área do Euro, Ares(2019)922432, fevereiro de 2019; e Comissão Europeia, «Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses», Nota técnica à atenção do Eurogrupo, fevereiro de 2019: https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

**Gráfico 24: Variação dos preços do imobiliário e diferenciais de valorização em 2018**

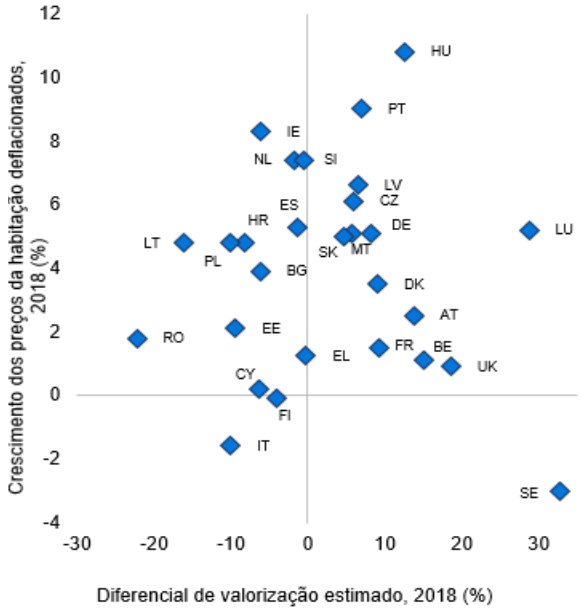
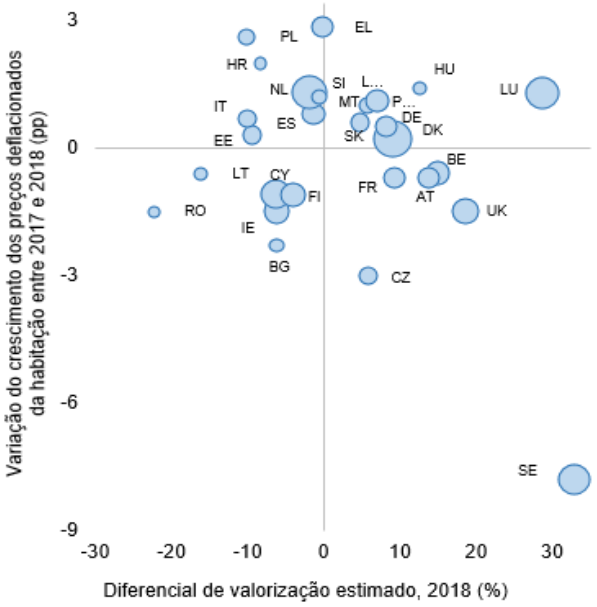



**Gráfico 25: Diferenciais de valorização, variações no crescimento dos preços entre 2017 e 2018 e endividamento das famílias (% do rendimento dos agregados familiares)**




*Fonte:* Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão.

*Nota:* o diferencial de sobrevalorização é estimado como a média de três indicadores: os desvios do rácio preço/rendimento e do rácio preço/renda relativamente às respetivas médias a longo prazo e os resultados de um modelo dos diferenciais de valorização baseado nos indicadores fundamentais. Ver a nota de rodapé 39. O tamanho dos círculos no gráfico 25 corresponde ao rácio da dívida das famílias relativamente ao seu rendimento bruto disponível. No caso da Croácia, não estão disponíveis os dados relativos ao rendimento bruto disponível dos agregados familiares após 2012, sendo extrapolados com base no crescimento do rendimento bruto disponível da economia; Os dados relativos ao rendimento bruto disponível dos agregados familiares de Malta não estão disponíveis, tendo sido substituídos por 56 % do rendimento nacional bruto.

**Gráfico 26: Níveis dos preços do imobiliário em comparação com os rendimentos; índices dos preços reais do imobiliário em comparação com os picos registados, 2018**

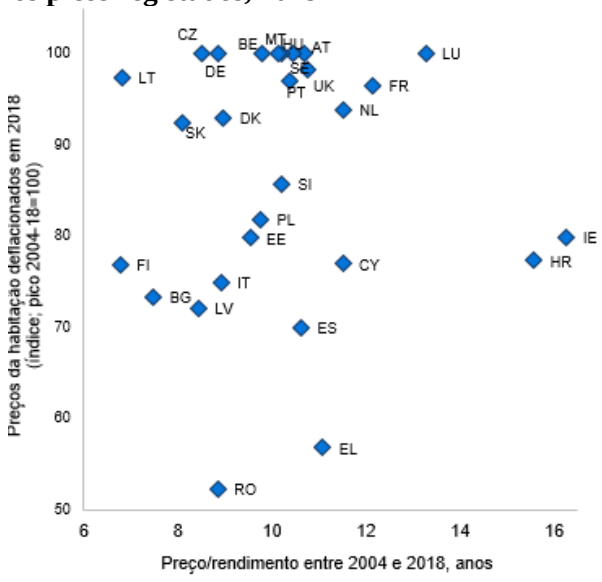
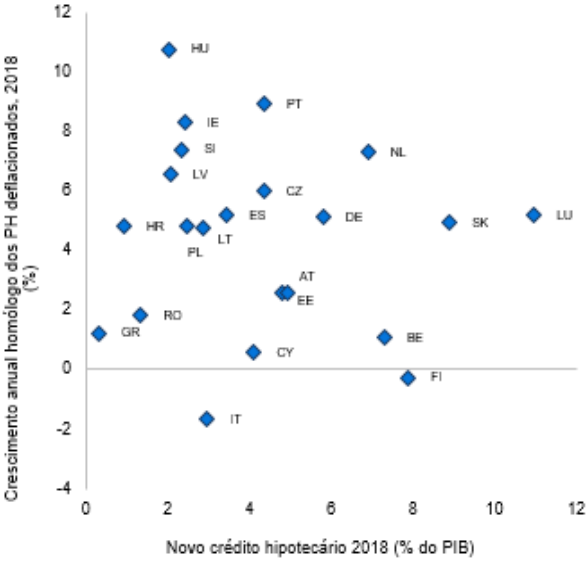



**Gráfico 27: Crescimento dos preços do imobiliário e novos empréstimos hipotecários em 2018**




*Fonte:* Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão.

*Nota:* Não estão disponíveis dados sobre novos créditos hipotecários relativamente a seis países (Bulgária, Dinamarca, França, Malta, Suécia e Reino Unido). A relação entre os níveis de preços e os rendimentos é calculada como sendo o rácio entre o preço de uma habitação de 100 metros quadrados e o rendimento médio disponível dos agregados familiares. No caso da Croácia, não estão disponíveis os dados relativos ao rendimento bruto disponível *per capita* dos agregados familiares após 2012, sendo extrapolados com base no crescimento do rendimento bruto disponível da economia; no que se refere a Malta, os dados relativos ao rendimento bruto disponível dos agregados familiares não estão disponíveis, tendo sido substituídos por 56 % do rendimento nacional bruto.

**Os rácios da dívida pública continuaram a diminuir na maior parte da UE, mas não em alguns Estados-Membros onde são os mais elevados de sempre.** Em 2018, os rácios da dívida excederam o limiar do painel de avaliação em 14 Estados-Membros (15 em 2017). Bélgica, Chipre, Grécia, Itália e Portugal apresentam dívidas iguais ou superiores a 100 % do PIB, estando França e Espanha ligeiramente abaixo desse valor. Relativamente a sete países (Bélgica, Chipre, França, Irlanda, Portugal, Espanha e Reino Unido) a uma dívida pública superior a 60 % do PIB acresce um endividamento do setor privado superior ao respetivo limiar do painel de avaliação. Em 2018, os rácios da dívida pública diminuíram ainda mais, mas por vezes ligeiramente menos do que no ano anterior, refletindo alguma flexibilização das situações orçamentais e já um certo arrefecimento do crescimento do PIB nominal. No entanto, alguns dos rácios mais elevados da dívida pública não registaram melhorias ou agravaram-se ainda mais em 2018: a dívida pública manteve-se inalterada em França, tendo aumentado em Chipre, Grécia e Itália. Embora tal se tenha devido, em certos casos, a ajustamentos de tipo «stock-fluxo» com efeito de agravamento da dívida excecionalmente elevados, noutros casos resulta da falta de consolidação orçamental. Ainda assim, o rendimento das obrigações do Estado diminuiu, continuando a comprimir-se igualmente no decurso de 2019, mesmo para os emitentes soberanos mais endividados, tendo continuado a registar-se quebras recorde. De futuro, os rácios da dívida deverão crescer entre 2019 e 2021, em especial na Roménia, mas também em Itália e, em menor medida, na Finlândia e em França, devendo a sua redução ser menos sensível do que a registada recentemente na maioria dos outros países da UE.

**Caixa 1: Evolução do emprego e da situação social**

**Em 2018, continuaram a fazer-se sentir melhorias nos mercados de trabalho da UE, apesar do abrandamento da atividade económica no segundo semestre do ano.** O emprego continuou a crescer na UE, tendo sido estabelecido um novo número recorde de pessoas empregadas. O desemprego tem diminuído em todos os Estados-Membros da UE, especialmente naqueles onde era elevado, contribuindo para reduzir a disparidade entre os diferentes países, mas permanece elevado em alguns países. O ritmo das melhorias abrandou durante o primeiro semestre de 2019, refletindo igualmente a menor disponibilidade de reservas de mão de obra. A recuperação contribuiu ainda para algumas melhorias na maior parte dos indicadores de pobreza, embora a situação social continue a ser motivo de preocupação em alguns Estados-Membros. Desde 2008, o risco de pobreza e exclusão social diminuiu na maior parte dos países da UE (menos 7 milhões de pessoas em risco de pobreza comparativamente com 2008; aproximadamente menos 13 milhões comparativamente com 2012), assim como diminuíram as graves privações materiais, especialmente nos países da Europa Central e Oriental que apresentavam níveis iniciais elevados. Em muitos Estados-Membros, contudo, o risco de pobreza relativa ainda está acima dos níveis anteriores à crise. De um modo geral, a persistência de graves fragilidades macroeconómicas afetou o emprego e a situação social dos países em causa. Mais concretamente, os Estados-Membros que apresentam desequilíbrios excessivos continuaram a apresentar uma situação menos favorável em termos de emprego e de situação social; a situação dos países com meros desequilíbrios é ligeiramente mais diversificada, refletindo muito a natureza desses desequilíbrios e a sua gravidade.

**Em 2018, a *taxa de desemprego* continuou a diminuir em todos os Estados-Membros, embora permaneça elevada em alguns deles.** As melhorias foram mais acentuadas nos países com níveis elevados de desemprego (redução superior a 2 pontos percentuais na Croácia, em Chipre e na Grécia). No entanto, em 2018, cinco Estados-Membros (Grécia, Espanha, Croácia, Chipre e Itália) ainda excediam o limiar do indicador do painel de avaliação do PDM (média de 10 % ao longo dos últimos 3 anos). Em 2018, em cerca de metade dos Estados-Membros, as taxas de desemprego estavam consideravelmente abaixo dos picos atingidos em 2013 (em cerca de 4 pontos percentuais), embora ainda fossem superiores às registadas em 2008. As taxas de desemprego continuaram a diminuir no primeiro semestre de 2019, tendo baixado em meados do terceiro trimestre de 2019 para 6,3 % (na UE) e 7,5 % (na área do euro).

**As *taxas de emprego* continuaram a melhorar em todos os Estados-Membros.** A taxa de emprego na UE (20-64 anos) registou em 2018 o seu valor mais elevado: 73,2 % (72,0 % na área do euro), tendo continuado a aumentar no segundo trimestre de 2019 e atingido um nível recorde de 73,9 %, muito acima do pico anterior à crise (70,2 %) registado em 2008. O maior aumento do número de empregados em relação a 2017 teve lugar em Malta (5,4 %), seguida por Chipre (4,1 %), Luxemburgo (3,7 %) e Irlanda (3,2 %), enquanto os menores aumentos foram observados na Polónia (0,3 %), na Roménia (0,2 %) e em Itália (0,9 %).

**As *taxas de atividade* continuaram a aumentar em quase todos os países da UE.** Apenas dois países registaram um declínio da taxa de atividade (15-64 anos) nos últimos três anos: Croácia e Espanha, tendo ambos os países ultrapassado o limiar do painel de avaliação de -0,2 (-0,6 pontos percentuais nos dois casos). Em 2018, em termos agregados para a UE e para a área do euro, as taxas de atividade atingiram valores máximos (73,7 % e 73,4 %, respetivamente), ou seja cerca de 3,5 e 2,5 pontos percentuais acima dos níveis anteriores à crise, devido sobretudo ao aumento da participação no mercado de trabalho dos trabalhadores mais velhos e das mulheres.

**Embora o *desemprego de longa duração* e o *desemprego dos jovens* tenham melhorado de forma mais acentuada do que o resto do mercado de trabalho, continuaram a ser elevados em vários países da UE.** O *desemprego de longa duração* diminuiu em todos os Estados-Membros em 2018, tendo todos os países registado taxas inferiores às verificadas três anos antes. As taxas mais elevadas de desemprego de longa duração foram observadas na Grécia (13,6 %), Espanha (6,4 %), Itália (6,2 %), e Eslováquia (4 %) mas todos os países, com exceção de Itália, registaram reduções significativas comparativamente a 2015 (cerca de 5 % em Espanha, 4,6 % na Grécia e 3,6 % na Eslováquia). A *taxa de desemprego dos jovens* diminuiu em todos os países da UE nos três anos anteriores a 2018. Durante esse período, foram registadas reduções de 10 pontos percentuais ou mais em Chipre, Croácia, Eslováquia, Espanha e Portugal. Contudo, a taxa de desemprego dos jovens é ainda superior a 30 % em Espanha, na Grécia e em Itália, enquanto 9,6 dos jovens (15-24 anos) da UE em 2018 não trabalhavam, não estudavam nem seguiam qualquer formação. Além disso, vários Estados-Membros (Bulgária, Croácia, Chipre, Grécia, Itália, Roménia e Espanha) apresentavam taxas superiores a 12 %.

**A pobreza e a exclusão social continuaram a diminuir, mas permanecem elevadas em vários Estados-Membros**. A percentagem de pessoas em risco de pobreza ou de exclusão social voltou a diminuir na UE (21,9 % em 2018). Este valor está cerca de 3 pontos percentuais abaixo do pico registado em 2012[43]. Embora a maioria dos países tenha registado reduções nos três anos anteriores a 2018, a Estónia, o Luxemburgo, o Reino Unido e os Países Baixos registaram aumentos, embora em alguns casos (Países Baixos e Luxemburgo) partindo de níveis comparativamente baixos. Apesar de uma queda significativa das taxas (de quase 39 % para 32,8 %), a Bulgária continua a registar os níveis mais elevados na UE, seguida da Roménia e da Grécia (mais de 30 % em ambos os casos), estando a Letónia e a Lituânia apenas ligeiramente abaixo desse valor. As percentagens mais baixas de pessoas em risco de pobreza ou de exclusão social foram registadas na Chéquia (12,2 %), Eslovénia (16,2 %), Eslováquia (16,3 %), Finlândia (16,5 %) e Países Baixos (16,8 %). Apesar da evolução globalmente positiva em matéria de pobreza e exclusão social, algumas das suas componentes têm evoluído em sentidos diferentes, gerando preocupação em alguns países da UE, nomeadamente:

- Nos últimos anos, a percentagem de pessoas em risco de pobreza aumentou num terço dos Estados-Membros: os maiores aumentos ao longo dos últimos três anos tiveram lugar no Luxemburgo (3 %), Reino Unido (2,3 %), Países Baixos (1,7 %) e Bélgica (1,5 %), registando-se uma redução significativa na Grécia, Hungria, Polónia e Portugal (sempre na ordem de 2 % ou 3 %).
- Em contrapartida, a privação material grave diminuiu ao longo dos últimos três anos (e também em 2018) na maior parte dos Estados-Membros da UE: nos últimos três anos, diminuiu mais de 13 pontos percentuais na Bulgária, enquanto Croácia, Chipre, Grécia, Hungria, Letónia, Malta e Roménia registaram quedas de 5 pontos percentuais ou superiores.

[43] O indicador *Em risco de pobreza ou exclusão social* corresponde à percentagem de pessoas que se encontram em situação vulnerável de acordo com pelo menos um de três indicadores sociais: 1) *Risco de pobreza*, que mede a pobreza monetária relativamente à distribuição do rendimento nacional e é calculado como a proporção de pessoas cujo rendimento disponível (ajustado em função da composição do agregado familiar) é inferior a 60 % da mediana nacional; 2) *Privação material grave*, que abrange indicadores relacionados com a falta de recursos e representa a percentagem de pessoas afetadas por pelo menos quatro de nove elementos de privação, com base na incapacidade para suportar determinados tipos de despesas; 3) *Pessoas que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa* são aquelas que, tendo entre 0 e 59 anos, vivem em agregados familiares onde os adultos (entre 18 e 59 anos) trabalharam menos de 20 % do seu potencial de trabalho total durante o ano anterior. O período de referência dos rendimentos para os dados subjacentes a estas medidas é fixado em 12 meses, correspondendo por exemplo ao ano civil ou fiscal anterior ao qual se referem os dados para todos os países, à exceção do Reino Unido, para quem o período de referência dos rendimentos é o ano corrente, e da Irlanda, para quem os inquéritos são contínuos e os dados respeitantes aos rendimentos são recolhidos para os 12 meses mais recentes.

- Por último, a recuperação teve por consequência uma diminuição da proporção das pessoas (com menos de 60 anos) que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa em quase todos os países da UE, com exceção do Luxemburgo e da Suécia (onde essa proporção aumentou) e da Finlândia (onde se manteve estável) nos três anos anteriores a 2018. Paralelamente, a pobreza no trabalho aumentou ligeiramente para 9,5 % em 2018 para a UE no seu conjunto, mantendo-se perto do pico de 9,6 % que fora atingido em 2016.

## 4. SÍNTESE DOS PRINCIPAIS DESAFIOS E DAS SUAS IMPLICAÇÕES EM MATÉRIA DE SUPERVISÃO

**O reequilíbrio na área do euro ainda se encontra incompleto, sendo urgente, no atual contexto económico, assegurar o reequilíbrio tanto dos défices como dos excedentes da balança corrente, o que poderia beneficiar todos os Estados-Membros**. Embora a maior parte dos elevados défices da balança corrente tenham sido corrigidos, persistem excedentes elevados em vários países da área do euro. A área do euro evoluiu progressivamente para uma situação excedentária, que começou entretanto a regredir ligeiramente, sobretudo devido à contração da procura de exportações da UE. Embora tenham começado a ser ajustados, os desequilíbrios em termos de volumes permanecem substanciais, apresentando alguns países da área do euro PLII muito negativas, enquanto outros registam PLII muito positivas e com tendência para aumentar. Os custos unitários do trabalho têm aumentado a um ritmo mais rápido nos países credores líquidos em comparação com os devedores líquidos, invertendo assim a tendência anterior à crise financeira. Esta tendência mantém-se, embora não seja tão marcada como nos primeiros anos após a crise, uma vez que a retração do mercado de trabalho nos países devedores líquidos induz um maior crescimento dos salários num contexto de estagnação da produtividade, enquanto os aumentos salariais nos países credores líquidos foram limitados mesmo após anos consecutivos de baixo desemprego. Um reequilíbrio simétrico dos saldos das balanças correntes ajudaria a superar a atual baixa taxa de inflação e as baixas taxas de juro, promovendo o crescimento nominal e favorecendo o desendividamento e o reequilíbrio das posições dos países devedores líquidos.

**De um modo geral, existem desafios a superar em vários Estados-Membros, por diferentes razões e em graus diferentes.** O grau de severidade dos desafios para a estabilidade macroeconómica varia consideravelmente entre os Estados-Membros, consoante a natureza e amplitude das vulnerabilidades e das tendências insustentáveis, bem como o modo como interagem entre si. As principais fontes de potenciais desequilíbrios combinam-se entre si de acordo com um certo número de tipologias, a seguir resumidas:

- Alguns Estados-Membros continuam a ser principalmente afetados por *vulnerabilidades múltiplas e interligadas em termos de volumes*. É o caso dos países que foram atingidos por ciclos de forte expansão/contração do crédito associados a inversões da balança corrente que tiveram também implicações ao nível do setor bancário e da dívida pública.

    - No caso de Chipre e da Grécia, os volumes elevados de dívida e as posições líquidas de investimento internacional largamente negativas estão associados a desafios remanescentes para o setor financeiro, embora tenham sido registadas em Chipre melhorias quanto aos NPL e à rendibilidade. Embora a redução dos NPL tenha acelerado igualmente na Grécia desde 2018, os seus níveis continuam a ser demasiado elevados. No caso da Grécia, o crescimento potencial do produto é reduzido, num contexto de desemprego elevado (embora com tendência para diminuir).

    - Na Croácia, Espanha, Irlanda e Portugal, as vulnerabilidades decorrentes de legados problemáticos em termos de volumes são também significativas, múltiplas e interligadas. Na Bulgária, o endividamento das empresas está associado à persistência de problemas no setor financeiro que o país está atualmente a tentar resolver. Nestes países, os desequilíbrios em termos de volumes têm vindo a contrair-se devido à retoma do crescimento nominal, nalguns casos associada ao ressurgimento de um forte aumento dos preços do imobiliário (nomeadamente na Irlanda e, mais recentemente, em Portugal), bem como à retoma do crescimento dos CUT e à estagnação dos ganhos em matéria de competitividade, em Portugal e Espanha, e ao forte aumento dos CUT, em especial na Bulgária).

- Em alguns Estados-Membros, as vulnerabilidades estão sobretudo associadas a *grandes volumes de dívida pública* e a problemas relacionados com o *crescimento potencial do produto* e com a *competitividade*. É o caso, designadamente, da Itália, onde as vulnerabilidades estão também ligadas ao setor bancário e ao elevado volume de NPL que, todavia, tem vindo a diminuir rapidamente, num contexto de fraco desempenho do mercado de trabalho. Bélgica e França defrontam-se igualmente com problemas relacionados com a elevada dívida pública e com o crescimento potencial, num contexto em que a competitividade também está sujeita a pressão. Em França, tem vindo a aumentar o volume da dívida do setor privado, que já era relativamente elevado. Na Bélgica, um nível relativamente elevado e crescente do endividamento das famílias é acompanhado de uma eventual sobrevalorização dos preços da habitação; embora continue sólida, a posição externa enfraqueceu um pouco recentemente.

- Alguns Estados-Membros caracterizam-se por *elevados e persistentes excedentes da balança corrente* que refletem também, em grau variável, a moderação do consumo privado e do investimento, para além do que seria justificável pelos indicadores económicos fundamentais. É o caso nomeadamente da Alemanha e dos Países Baixos. Nos Países Baixos, o forte excedente está associado a um elevado nível de endividamento das famílias e a um forte crescimento dos preços do imobiliário; registaram-se recentemente pressões sobre os preços do imobiliário igualmente na Alemanha, mas os níveis de endividamento são comparativamente baixos. Os excedentes elevados e persistentes podem refletir uma perda de oportunidades de crescimento e investimento interno, com consequências para o resto da área do euro, num contexto em que a inflação permanece abaixo das metas e em que a procura externa se tem vindo a contrair.

- Em alguns Estados-Membros, *a evolução das variáveis dos preços ou dos custos mostram possíveis indícios de sobreaquecimento, nomeadamente no que respeita ao mercado imobiliário ou ao mercado de trabalho.*

    - Na Suécia e, em menor medida, na Áustria, Dinamarca, Luxemburgo e Reino Unido, registou-se nos últimos anos um crescimento sustentado dos preços do imobiliário, num contexto de possíveis diferenciais de sobrevalorização e de níveis significativos de endividamento das famílias. Dados recentes apontam para um ajustamento no sentido da baixa no que toca aos preços e sobrevalorizações na Suécia e para a desaceleração dos preços do imobiliário nos outros casos (salvo no Luxemburgo). O forte crescimento dos preços do imobiliário registado recentemente conjuga-se com indícios mais limitados de sobrevalorização na Chéquia, Hungria, Letónia, Eslováquia e Eslovénia. Nos casos da Chéquia e da Eslováquia, esses indícios foram observados juntamente com a continuação da contração de empréstimos hipotecários e com o aumento do endividamento das famílias. Embora não pareça ter sido afetada pelo forte crescimento dos preços do imobiliário ou por uma eventual sobrevalorização, a Finlândia regista, contudo, um elevado e crescente endividamento das famílias.

    - Na Chéquia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Eslováquia e Roménia, os custos unitários do trabalho continuam a aumentar a um ritmo relativamente elevado, enquanto a competitividade em termos de preços diminui ligeiramente. Nos últimos anos, o forte crescimento dos CUT conjugou-se com uma redução acentuada do excedente da balança corrente, na Hungria; e com um défice limitado mas persistente da balança corrente na Eslováquia. No caso da Roménia, o crescimento muito forte dos CUT ocorre num contexto de um novo agravamento do défice da balança corrente e de políticas orçamentais expansionistas.

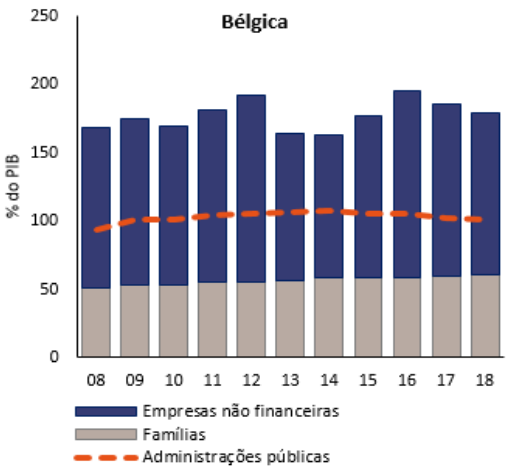
**Em síntese, são necessárias apreciações aprofundadas (AA) relativamente a 13 Estados-Membros: Alemanha, Bulgária, Chipre, Croácia, Espanha, França, Grécia, Irlanda, Itália, Países Baixos,**

**Portugal, Roménia** e **Suécia**. Todos estes Estados-Membros foram objeto de uma AA no anterior ciclo anual de supervisão ao abrigo do PDM, tendo-se considerado que apresentavam desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos. As novas AA contribuirão para uma análise mais aprofundada desses desafios e para a avaliação das necessidades em termos políticos. Mais concretamente, as novas AA procurarão avaliar se esses desequilíbrios se estão a agravar ou a ser corrigidos, tendo em vista atualizar as avaliações anteriores. O presente RMA aponta igualmente para o eventual surgimento de riscos em vários outros Estados-Membros que, com base nas informações atualmente disponíveis, não parecem justificar a realização de uma AA nesta fase, embora justifiquem ainda assim um acompanhamento rigoroso, nomeadamente no quadro dos próximos relatórios por país. Esses riscos dizem respeito à evolução da competitividade (Chéquia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia e Eslováquia) à evolução dos preços do imobiliário, dos mercados imobiliários e do endividamento das famílias (Áustria, Bélgica, Chéquia, Dinamarca, Finlândia, Hungria, Luxemburgo, Eslováquia, Eslovénia e Reino Unido).

## 5. DESEQUILÍBRIOS, RISCOS E AJUSTAMENTO: COMENTÁRIOS ESPECÍFICOS PARA CADA ESTADO-MEMBRO

**Bélgica:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a variação da taxa de câmbio efetiva real, a dívida privada e a dívida pública.

*Gráfico A1: **Dívida nos diferentes sectores da economia***



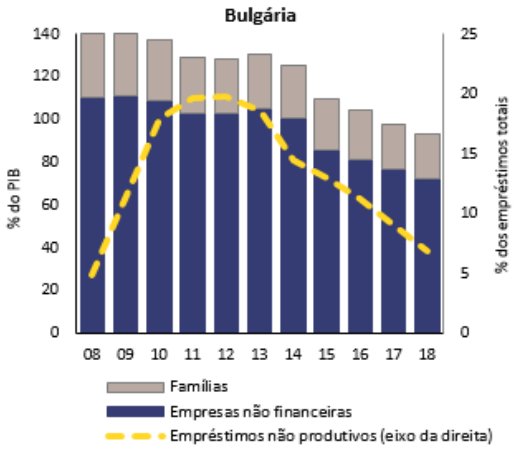

Fonte: Eurostat

A balança corrente registou um ligeiro défice em 2018, enquanto a posição líquida de investimento internacional positiva melhorou. Embora o crescimento da produtividade tenha sido reduzido, o aumento dos custos unitários do trabalho permaneceu moderado, uma vez que os aumentos salariais também foram limitados. A variação a três anos da taxa de câmbio efetiva real denota uma nova apreciação, excedendo o limiar, embora a variação a um ano tenha revelado uma aceleração modesta. De um modo geral, as quotas nos mercados de exportação mantiveram-se estáveis. O elevado rácio dívida das empresas/PIB (embora os valores sejam inflacionados pela generalização do crédito intragrupo transnacional) tem vindo a diminuir. O endividamento das famílias, em grande parte relacionado com os empréstimos hipotecários, é relativamente elevado e tem vindo a crescer, enquanto os preços do imobiliário aumentaram a um ritmo moderado nos últimos anos, havendo indícios de eventual sobrevalorização. A dívida pública é elevada e só lentamente tem vindo a diminuir. A criação de emprego continuou a ser positiva, tendo a taxa de desemprego diminuído para níveis recorde. A taxa de inatividade é elevada.

*De um modo geral, a leitura económica assinala alguns problemas relacionados com a elevada dívida pública, mas também com o endividamento privado, embora esses riscos continuem a estar contidos. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Bulgária:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Bulgária registava *desequilíbrios*, nomeadamente relacionados com vulnerabilidades do setor financeiro, conjugadas com o elevado endividamento e com o volume de empréstimos não produtivos no setor empresarial. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII) e o crescimento do custo nominal unitário do trabalho.

*Gráfico A2: **Dívida privada e empréstimos não produtivos***




Fonte: Eurostat e BCE

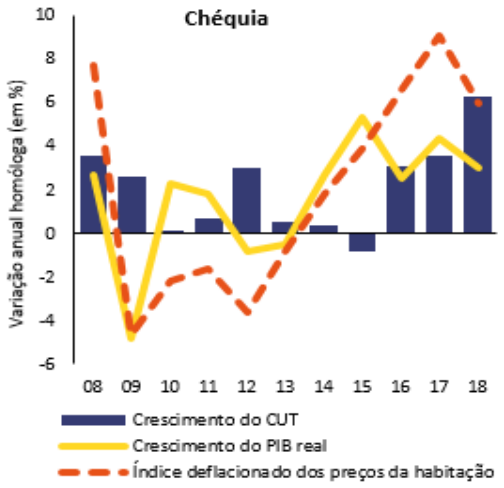
A situação externa da economia continuou a melhorar, com o aumento do excedente da balança corrente e a rápida melhoria da posição líquida de investimento internacional negativa, que está a aproximar-se do limiar. Apesar de se terem verificado ganhos das quotas nos mercados de exportação, a escassez de mão

de obra e de competências contribuiu para o aumento dos salários. Em consequência, o crescimento dos custos unitários do trabalho situa-se muito acima do limiar, exigindo vigilância. Num contexto favorável em termos de condições económicas e de financiamento, o setor bancário reforçou globalmente os seus rácios de capital e de liquidez. A concessão de crédito continuou a aumentar, sendo integralmente financiada pela expansão da base de depósitos. Os empréstimos não produtivos continuaram a diminuir, embora comparativamente ainda sejam elevados no que se refere às empresas não financeiras e aos bancos nacionais. Estão a ser adotadas medidas para reforçar a supervisão bancária e não bancária. No entanto, continua a haver alguns problemas e vulnerabilidades relacionados com a insuficiência de fundos próprios de algumas instituições bancárias e com os problemas existentes no setor dos seguros. Embora tenha registado uma forte diminuição, a dívida das empresas é ainda relativamente elevada. A dívida pública é baixa tem diminuído. Os preços do imobiliário continuaram a aumentar, embora a um ritmo mais lento, em consonância com os indicadores económicos fundamentais. O crédito hipotecário e as licenças de construção registaram um forte aumento, devendo a sua evolução ser objeto de atenção especial. O desemprego diminuiu para níveis muito baixos e a taxa de atividade, embora sendo relativamente baixa, tem continuado a aumentar.

*De modo geral, a análise económica assinala alguns problemas relacionados com as vulnerabilidades remanescentes no setor financeiro. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Chéquia:** Na anterior ronda do PDM, não haviam sido identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a taxa de câmbio efetiva real, o crescimento nominal do custo unitário do trabalho e o crescimento dos preços reais do imobiliário.

*Gráfico A3:* ***PIB, CUT e preços da habitação***




Fonte: Eurostat

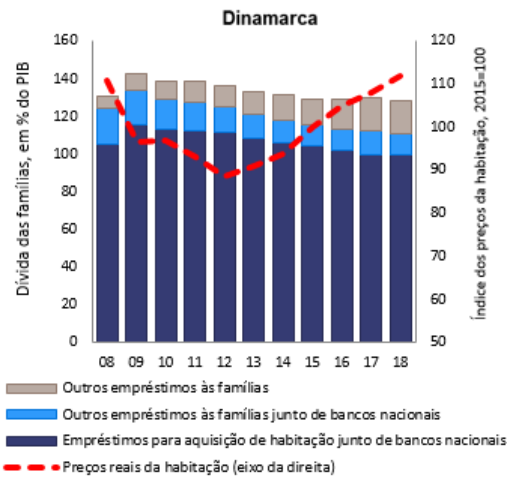
O saldo da balança corrente apresenta um excedente, reduzido e decrescente, enquanto a posição líquida de investimento internacional negativa continuou a reduzir-se. A expiração do compromisso em matéria de taxas de câmbio, em abril de 2017, conduziu a uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real, em especial em 2018. Os custos laborais unitários nominais aumentaram consideravelmente, devido ao forte aumento dos salários e à forte retração do mercado de trabalho, embora esteja prevista uma desaceleração no futuro. Registaram-se ganhos de quotas nos mercados de exportação. Ao mesmo tempo, o país está exposto a riscos relacionados com a incerteza quanto à política comercial e com a possível perturbação das cadeias de valor mundiais. O crescimento dos preços reais do imobiliário continuou a ser elevado, mas verificou-se uma desaceleração em 2018, comparativamente com 2017. Além disso, a dívida do setor privado, incluindo o endividamento das famílias, é relativamente baixa. O setor bancário é muito sólido, apresentando uma taxa muito reduzida de empréstimos não produtivos. A dívida pública tem continuado a diminuir, uma vez que o orçamento do Estado tem sido excedentário desde 2016. A taxa de desemprego diminuiu ainda mais, mantendo-se o mercado de trabalho muito retraído.

*De modo geral, a análise económica assinala alguns problemas relacionados com a competitividade e com pressões no mercado imobiliário, embora os riscos se afigurem bastante controlados. Por conseguinte, a Comissão decidiu não proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Dinamarca:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos* na Dinamarca. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente o saldo da balança corrente e a dívida do setor privado.

O saldo da balança corrente continua a registar elevados excedentes, embora cada vez menores. O excedente da balança corrente reduziu-se recentemente, uma vez que as empresas pouparam menos e investiram mais a nível interno. Os excedentes consecutivos conduziram a uma posição líquida de investimento internacional muito positiva, gerando um rendimento primário líquido positivo que, por sua vez, reforça o saldo positivo da balança corrente. O crescimento da produtividade foi inexpressivo, prejudicando os indicadores da competitividade em termos de custos, tendo-se verificado algumas perdas limitadas de quotas nos mercados de exportação. Aumentou a poupança das famílias, refletindo as necessidades de desendividamento e os efeitos das medidas de política macroprudencial para limitar a concessão de empréstimos com risco mais elevado. Simultaneamente, a acumulação de dívida continuou a ser apoiada pelos custos de financiamento baixos e por um tratamento fiscal favorável. De um modo geral, o endividamento das famílias continua a ser o mais elevado da UE em percentagem do PIB, apesar de se registar uma ligeira tendência para o desendividamento. O endividamento das empresas, por seu lado, é moderado. Os preços reais do imobiliário têm aumentado a um ritmo contínuo mas moderado, enquanto os indicadores indicam alguma sobrevalorização. O mercado de trabalho tem continuado a registar melhorias e o crescimento do emprego permanece sólido. A escassez de mão de obra é generalizada, embora tenha diminuído recentemente, atenuando assim a pressão para a subida dos salários.

*Gráfico A4: **Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***




Fonte: Eurostat e BCE

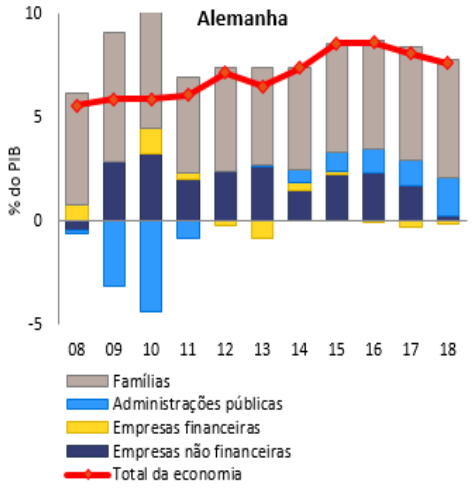
*De um modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com o excedente externo e o elevado endividamento das famílias, nomeadamente associada ao setor do imobiliário, mas os riscos parecem estar controlados. Por conseguinte, a Comissão decidiu não proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Alemanha:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Alemanha registava *desequilíbrios macroeconómicos* relacionados, nomeadamente, com o elevado excedente da balança corrente resultante de níveis tímidos de investimento em relação à poupança, tanto no setor público como no setor privado. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente o saldo da balança corrente, a taxa de câmbio efetiva real e a dívida pública.

A balança corrente continua a registar um excedente muito elevado, embora tenha diminuído ligeiramente em 2018. À medida que o comércio externo enfraqueceu, verificou-se uma reorientação para um crescimento mais orientado para a procura interna. Consequentemente, o excedente da balança

corrente deverá continuar a diminuir, mantendo-se todavia a um nível elevado e conduzindo a novos reforços da já elevada posição líquida de investimento internacional. O fraco crescimento da produtividade contribuiu para o aumento dos custos unitários do trabalho e a taxa de câmbio efetiva real continuou a apreciar-se. As remunerações voltaram a crescer nominalmente, devido a efeitos políticos pontuais, num contexto de retração do mercado laboral, prevendo-se que esse crescimento venha a abrandar a curto prazo. O crescimento das exportações abrandou acentuadamente em 2018, tendo sido acompanhado de perdas limitadas nas quotas nos mercados de exportação numa base anual. Os preços reais do imobiliário e os custos de construção têm vindo a aumentar e requerem atenção, também em virtude de disparidades regionais em termos de preços e de disponibilidade de habitação. O investimento no imobiliário continuou a aumentar, mas ainda fica muito aquém das necessidades de habitação nas zonas metropolitanas. Assiste-se a um reforço gradual do crescimento do crédito. A dívida pública continuou a diminuir, prevendo-se que desça para níveis inferiores a 60 % do PIB ainda em 2019. Ao mesmo tempo, persistem atrasos significativos no investimento público, apesar de o investimento ter aumentado durante alguns anos. O desemprego global, assim como o desemprego dos jovens e o de longa duração, atingiu níveis historicamente muito baixos, embora a situação do mercado de trabalho tenha registado melhorias.

*Gráfico A5: **Capacidade/necessidade líquida de financiamento por sector***

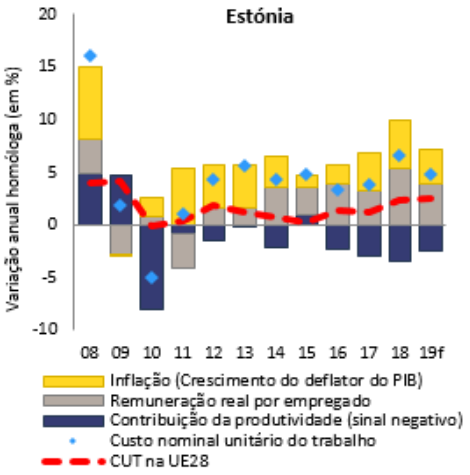



Fonte: Eurostat

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a persistência do excedente da poupança em relação ao investimento, que se reflete num excedente da balança corrente elevado, embora em redução gradual, o que sublinha a necessidade de prosseguir o processo de reequilíbrio. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera conveniente analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Estónia:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, alguns indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a taxa de câmbio efetiva real e o crescimento do custo nominal unitário do trabalho.

*Gráfico A6: **Decomposição do custo unitário do trabalho***




Fonte: Serviços da Comissão

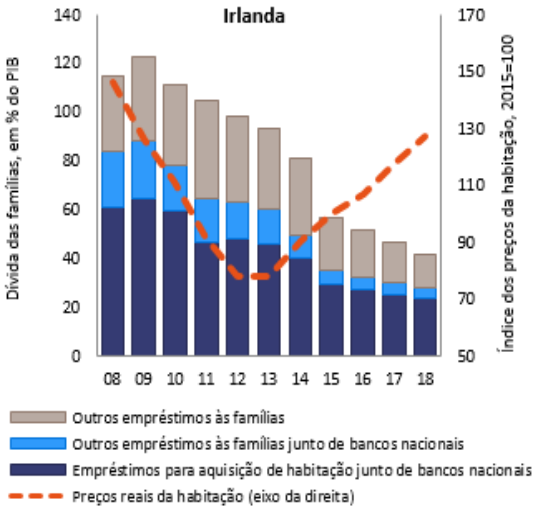
O saldo da balança corrente apresenta um excedente e estável, enquanto a posição líquida de investimento internacional negativa melhorou. A apreciação da taxa de câmbio efetiva real acelerou em 2018, fazendo com que o indicador excedesse o respetivo limiar. O crescimento dos custos unitários do trabalho acelerou ainda mais em virtude das pressões salariais e sobre os preços no mercado interno, em especial no setor público, refletindo a retração do mercado de trabalho. Registaram-se alguns pequenos ganhos acumulados em termos de quotas nos mercados de exportação. Os níveis de

endividamento público e privado e os níveis da dívida são relativamente baixos. Além disso, a dívida do setor privado continuou a diminuir, refletindo o prosseguimento da dinâmica de desendividamento. O crescimento dos preços do imobiliário desacelerou para níveis mais moderados. A retração do mercado de trabalho reflete-se num nível de desemprego relativamente baixo e numa taxa de atividade muito elevada comparativamente com o resto da UE.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com os custos nominais unitários do trabalho e a taxa de câmbio efetiva real, mas os riscos afiguram-se controlados. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Irlanda:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Irlanda registava *desequilíbrios macroeconómicos*, relacionados com vulnerabilidades decorrentes da existência de elevados volumes de dívida pública e privada e de passivos externos líquidos. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a dívida pública e privada, bem como o aumento dos preços reais do imobiliário.

*Gráfico A7: Dívida das famílias e índice dos preços da habitação*



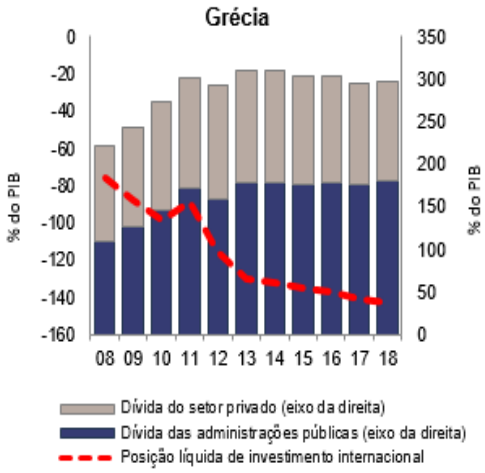

Source: Eurostat and ECB

A balança corrente passou de uma situação globalmente equilibrada em 2017 para um elevado excedente em 2018. Esta grande variação reflete sobretudo as atividades das empresas multinacionais. A nova forma de calcular o saldo da balança corrente, que reflete melhor a atividade económica interna, aponta para um excedente menor em 2018. A PLII continua a ser muito negativa, também devido à atividade das empresas multinacionais e de um grande centro financeiro *offshore* com pouca ligação à economia nacional. Em virtude de um forte crescimento económico, o rácio da dívida pública em relação ao PIB tem vindo a descer, mas o nível da dívida permanece elevado. A dívida privada ainda é muito elevada, embora tenha continuado a diminuir. As famílias continuaram a reduzir as suas dívidas e os bancos irlandeses reduziram as suas exposições a empresas nacionais, o que sugere que o processo de desendividamento das empresas tem prosseguido. Embora o crescimento real dos preços do imobiliário tenha prosseguido em 2018, registou uma desaceleração significativa ao longo do ano. Os preços do imobiliário continuam, contudo, a ser motivo de preocupação. Os rácios de empréstimos não produtivos têm vendo a diminuir de forma constante nos últimos anos, estando os bancos bem capitalizados, embora os níveis de provisionamento sejam relativamente baixos. A rentabilidade dos bancos, embora sendo ainda baixa, tem vindo a melhorar gradualmente. O desemprego tem continuado a diminuir e a aproximar-se dos níveis anteriores à crise.

*Em geral, a leitura económica do painel de avaliação assinala problemas relacionados com a volatilidade da posição externa, com os volumes de dívida pública e privada, e com o mercado imobiliário. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Grécia:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Grécia registava *desequilíbrios macroeconómicos excessivos*, envolvendo nomeadamente o elevado endividamento público, uma posição externa negativa e valores elevados de empréstimos não produtivos, num contexto de elevado desemprego, embora em fase de redução, e de fraco crescimento potencial. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a elevada dívida pública e a taxa de desemprego.

*Gráfico A8:* ***PLII, dívida privado e dívida das administrações públicas***




Fonte: Eurostat

A posição externa extremamente negativa da Grécia é constituída, em grande medida, por passivos de dívida líquidos, em especial dívida pública externa, detida principalmente por credores oficiais em condições muito favoráveis. O crescimento moderado do PIB nominal e um saldo negativo da balança corrente, que se agravou em 2018, impedem que se adapte a um ritmo mais rápido o elevado volume de passivos externos líquidos. Os custos nominais unitários do trabalho aumentaram em 2018, num contexto de estabilização da produtividade do trabalho. Os aumentos salariais conduziram a um novo aumento da taxa de câmbio efetiva real, embora se tenham registado ganhos de quotas nos mercados de exportação em 2018, pelo segundo ano consecutivo. A dívida pública é muito elevada, embora se preveja um declínio gradual nos próximos anos, enquanto a sua sustentabilidade está a ser apoiada pelas medidas de redução da dívida acordadas pelos parceiros europeus em 2018. Os preços reais do imobiliário começaram a subir em 2018, após uma década de descida de preços. O crescimento do crédito ao setor privado é negativo, tendo prosseguido o desendividamento, enquanto o elevado volume de empréstimos não produtivos tem diminuído lentamente. O desemprego está a diminuir mas continua a ser muito elevado, nomeadamente o desemprego de longa duração e dos jovens.

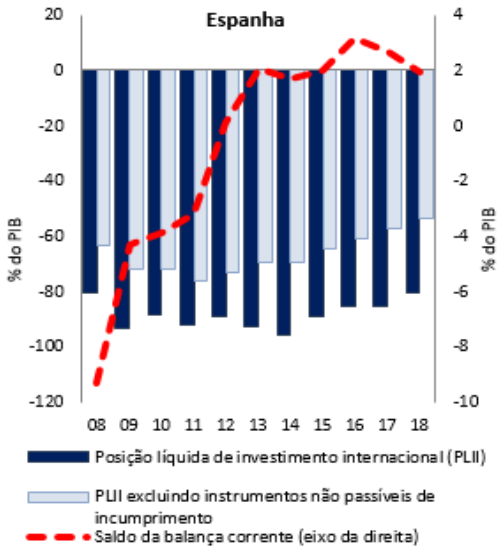
*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a elevada dívida pública, a posição líquida de investimento internacional negativa e os elevados volumes de empréstimos não produtivos, tudo isto num contexto de desemprego elevado, baixo crescimento da produtividade e estagnação da atividade de investimento. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios excessivos, a Comissão considera conveniente analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos realizados na correção dos desequilíbrios excessivos.*

**Espanha**: Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Espanha registava *desequilíbrios macroeconómicos* relacionados com os elevados níveis de dívida externa e interna, tanto pública como privada, num contexto de desemprego elevado. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), o rácio da dívida pública, a dívida privada, a taxa de desemprego e a redução da taxa de atividade.

A balança corrente tem sido continuamente excedentária, embora o excedente tenha diminuído em 2018. Embora a PLII negativa tenha continuado a registar melhorias, continua a ser muito elevada. Os custos nominais unitários do trabalho aumentaram marginalmente, num contexto de crescimento

quase nulo da produtividade. Os ganhos relativos na competitividade em termos de custos têm sido a principal fonte de ganhos de competitividade desde a crise. Apesar de algum enfraquecimento em 2018, devido, em parte, a fatores transitórios, as exportações cresceram moderadamente e as quotas nos mercados de exportação permaneceram geralmente estáveis. A dívida do setor privado continuou a reduzir-se ao longo de 2018, mas o desendividamento deve ser prosseguido. A redução do rácio dívida das empresas/PIB prosseguiu, embora tenha abrandado devido a um crescimento ligeiramente positivo do novo crédito concedido. No que diz respeito aos agregados familiares, este rácio continuou a diminuir, embora o crescimento do crédito se tenha tornado positivo em 2018. Os preços reais do imobiliário continuaram a aumentar e a sua subvalorização parece estar prestes a terminar. Nos últimos anos, o forte crescimento económico foi o principal motor da redução do défice das administrações públicas, mas os défices persistentes fazem com que o rácio da dívida das administrações públicas só esteja a diminuir lentamente. O desemprego tem vindo a diminuir rapidamente, mas é ainda muito elevado, situando-se acima dos níveis anteriores à crise, especialmente entre os jovens e os trabalhadores não qualificados.

*Gráfico A9:* ***PLII e saldo da BC***

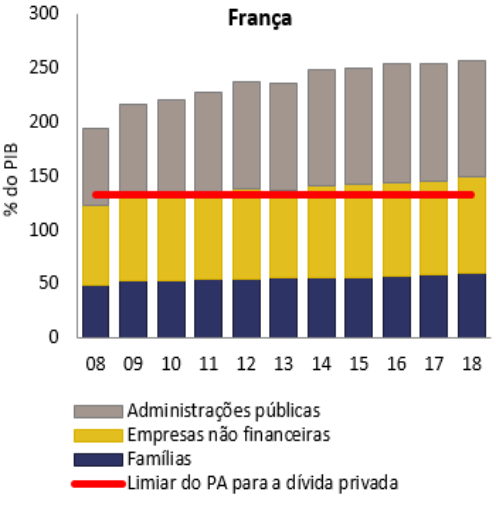



Fonte: Serviços da Comissão

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a sustentabilidade externa, a dívida privada e pública, num contexto de elevado desemprego e de fraco crescimento da produtividade. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**França:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a França registava *desequilíbrios macroeconómicos* relacionados com a dívida pública demasiado elevada e o fraco dinamismo da competitividade, num contexto de fraco crescimento da produtividade. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a dívida pública e a dívida do setor privado.

*Gráfico A10:* ***Dívida nos diferentes sectores da economia***




Fonte: Eurostat

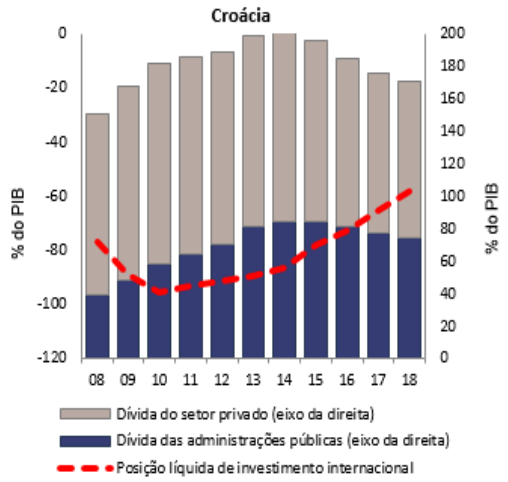
A balança corrente regista um défice controlado e estável, enquanto a posição líquida de investimento internacional é ligeiramente negativa. As quotas nos mercados de exportação permaneceram estáveis em 2018, tanto numa base anual como com base no indicador quinquenal. O crescimento dos custos unitários do trabalho foi contido e inferior à média da área do euro, embora o crescimento da produtividade do trabalho tenha sido baixo. A dívida pública estabilizou a um nível superior recorde em 2018, confirmando que a margem de manobra orçamental para responder a futuros choques é limitada. Os fluxos de crédito privado mantiveram-se relativamente dinâmicos, tendo aumentado

ligeiramente o já elevado rácio dívida do setor privado/PIB. A dívida das empresas não financeiras foi superior ao sugerido pelos indicadores económicos fundamentais, enquanto o endividamento das famílias foi mais contido. Nos últimos anos, os preços reais do imobiliário aumentaram a um ritmo moderado mas constante, continuando a haver sinais de uma eventual sobrevalorização. O setor bancário aparenta ser resiliente, embora a combinação de elevados rácios de dívida pública e privada possa suscitar riscos. Além disso, as baixas taxas de juro prevalecentes podem afetar a rendibilidade dos bancos. A taxa de desemprego continuou a diminuir, situando-se agora abaixo do limiar. O desemprego de longa duração e o desemprego dos jovens continuaram a diminuir.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com um elevado endividamento e com a fraca competitividade, embora esta tenha estabilizado, num contexto de fraco crescimento da produtividade. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Croácia:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Croácia registava *desequilíbrios macroeconómicos*, relacionados com os elevados níveis das dívidas pública, privada e externa, num contexto de fraco crescimento potencial. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a dívida pública, a taxa de desemprego e a diminuição da taxa de atividade.

*Gráfico A11:* ***PLII, dívida privado e dívida das administrações públicas***



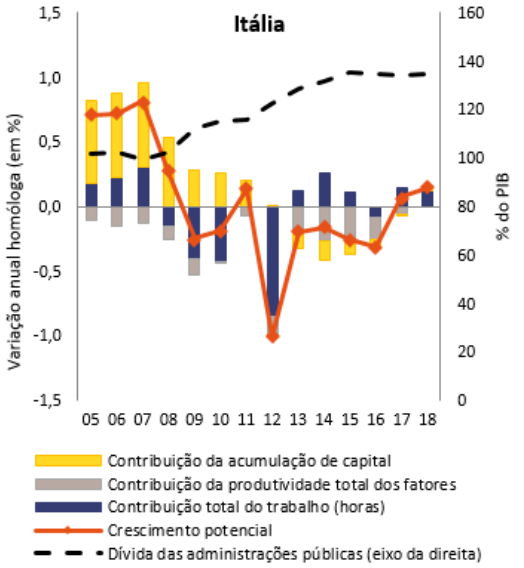

Fonte: Eurostat

A PLII negativa reduziu-se significativamente em consonância com a persistência de excedentes da balança corrente, embora continue a ser substancial. O crescimento dos custos unitários do trabalho tornou-se positivo em 2018, uma vez que o crescimento da produtividade do trabalho foi muito reduzido. Desde 2013 registaram-se continuamente ganhos nas quotas nos mercados de exportação, embora estes estejam a diminuir. A dívida pública é elevada, mas com tendência para diminuir, graças aos pequenos excedentes orçamentais. O endividamento das famílias e das empresas continua a diminuir, embora continue a ser relativamente elevado. Uma parte considerável da dívida é denominada em moeda estrangeira, gerando riscos cambiais. Embora o abrandamento da concessão do crédito contribua para reduzir o nível do endividamento privado, o maior recurso a empréstimos de curto prazo por parte das famílias suscita alguma preocupação. Ao mesmo tempo, o setor financeiro encontra-se sobrecarregado pelos empréstimos não produtivos, embora estes estejam a diminuir, e por uma certa exposição às variações cambiais. A taxa de desemprego tem vindo a diminuir rapidamente, embora continue a ser relativamente elevada. A taxa de atividade continua a ser baixa, enquanto a população em idade ativa tem diminuído. Esta situação, agravada pelo baixo crescimento da produtividade, especialmente para uma economia em fase de recuperação, dificulta o crescimento potencial.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com o volume de passivos externos, a dívida pública e privada, e o elevado volume de NPL, num contexto de desemprego ainda elevado e de fraco crescimento da produtividade. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Itália**: Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Itália registava *desequilíbrios macroeconómicos excessivos*, relacionados em especial com os riscos decorrentes da dívida pública muito elevada e da competitividade persistentemente fraca, num contexto de níveis ainda elevados de empréstimos não produtivos (NPL) e de elevado desemprego. No painel de avaliação atualizado, a dívida pública e a taxa de desemprego ainda excedem os respetivos limiares indicativos.

*Gráfico A12:* ***Crescimento potencial e dívida pública***




Fonte: Serviços da Comissão

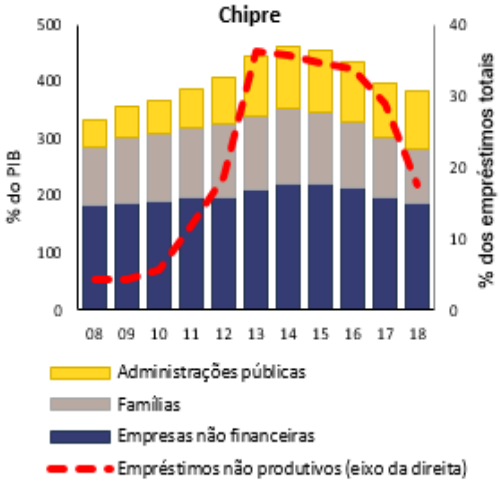
A posição externa é estável, estando a posição líquida de investimento internacional próxima do equilíbrio e a balança corrente excedentária. Parte desse excedente está relacionado com a moderação da procura interna e com o baixo crescimento dos salários. A estagnação do crescimento da produtividade afeta a competitividade não baseada nos custos e o crescimento potencial do PIB, o que, por sua vez, prejudica os esforços de redução da dívida pública. O fraco crescimento da produtividade deve-se aos baixos níveis de investimento e inovação, ao ambiente empresarial desfavorável, às restrições de financiamento, à escassez de trabalhadores qualificados, assim como a mudanças setoriais. O aumento dos custos unitários do trabalho tem sido contido e as quotas nos mercados de exportação mantêm-se globalmente estáveis. O rácio dívida pública/PIB aumentou em 2018, correndo o risco de aumentar ainda mais em 2019 devido às fracas perspetivas económicas e ao agravamento do saldo primário. Do lado positivo, a rendibilidade da dívida soberana diminuiu substancialmente. O saneamento dos balanços dos bancos progrediu bastante, tendo sido reduzidos os empréstimos não produtivos, mas a concessão de crédito às empresas não financeiras mantém se reduzida. Persistem vulnerabilidades no setor financeiro, em particular nos pequenos e médios bancos que ainda detêm grandes volumes legados de empréstimos não produtivos e estão mais expostos ao risco da dívida soberana do que os bancos maiores. Os níveis de desemprego e de emprego evoluíram favoravelmente. No entanto, o nível de desemprego, nomeadamente no que se refere aos jovens e os desempregados de longa duração, permanece elevado, enquanto a participação no mercado de trabalho, em especial das mulheres, continua a ser baixa, com riscos para a futura empregabilidade e o crescimento.

*De um modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com o elevado nível da dívida pública, o fraco crescimento da produtividade e o desempenho do mercado de trabalho, assim como vulnerabilidades do setor bancário, o que contribui para um baixo crescimento potencial; o que, por seu turno, constitui um entrave à redução da dívida pública. Por conseguinte, tendo também em conta que foram identificados desequilíbrios excessivos em fevereiro, a Comissão considera oportuno, analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.*

**Chipre:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que Chipre registava *desequilíbrios macroeconómicos excessivos*, nomeadamente uma percentagem muito elevada de empréstimos não produtivos e elevados níveis de dívida pública e privada, num contexto de desemprego ainda relativamente elevado e de fraco crescimento potencial. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente o saldo da balança corrente, a posição líquida de investimento internacional (PLII), a dívida pública e privada e a taxa de desemprego.

O défice da balança corrente manteve-se muito negativo em 2018, refletindo a forte procura interna e a poupança negativa entre os agregados familiares. A dinâmica da balança corrente não é permite assegurar uma posição líquida de investimento internacional prudente, mesmo atendendo à existência de entidades de finalidade especial. O aumento dos custos unitários do trabalho tem sido contido e as quotas nos mercados de exportação mantiveram-se estáveis em 2018. A dívida privada é uma das mais elevadas da UE, tanto para os agregados familiares como para as empresas, e os fluxos de crédito mantêm-se positivos. O rácio de empréstimos não produtivos no setor bancário diminuiu consideravelmente em 2018 mas continua a ser muito elevado. O apoio estatal à venda do Cyprus Cooperative Bank teve um impacto pontual de agravamento da dívida pública em 2018. Numa perspetiva de futuro, a dívida pública deverá retomar a sua trajetória descendente, na sequência da continuação de um desempenho orçamental favorável. O desemprego continua a diminuir, devendo continuar a contrair-se, num contexto de forte crescimento económico.

*Gráfico A13: **Dívida e empréstimos não produtivos***



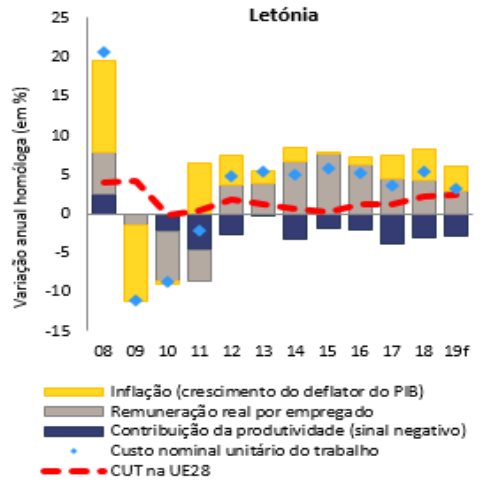

Fonte: Eurostat e BCE

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a sustentabilidade da dívida externa, com a dívida pública e privada e com vulnerabilidades no setor financeiro. Por conseguinte, tendo também em conta que foram identificados desequilíbrios excessivos em fevereiro, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.*

**Letónia:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), o crescimento dos custos unitários do trabalho e o aumento dos preços do imobiliário.

A balança corrente voltou a registar um pequeno défice em 2018, embora a PLII negativa, essencialmente refletindo a dívida pública e o IDE, continuas se a melhorar a um ritmo relativamente rápido. Os indicadores da competitividade em termos de custos parecem estar a enfraquecer, à medida que a taxa de câmbio efetiva real se aprecia e os custos unitários do trabalho continuam a crescer a um ritmo relativamente rápido, em resultado de um crescimento estável

*Gráfico A14: **Decomposição do custo unitário do trabalho***




Fonte: Serviços da Comissão

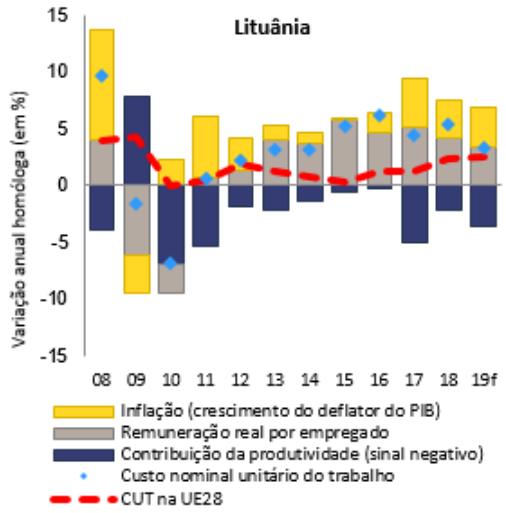
dos salários. A pressão sobre os salários deverá persistir devido à contração da mão de obra disponível. Entretanto, desacelerou o crescimento das quotas nos mercados de exportação, embora os ganhos acumulados continuem a ser positivos. Os preços reais do imobiliário têm crescido de forma dinâmica e esse crescimento acelerou ligeiramente em 2018, exigindo que se preste atenção às pressões existentes no mercado da habitação, embora ainda não haja indícios de sobrevalorização do mercado imobiliário. O desendividamento do setor privado tem prosseguido, mantendo-se modesto o crescimento do crédito, enquanto a dívida pública é baixa e tem diminuído moderadamente. No que respeita ao mercado laboral, o desemprego diminuiu ainda mais e a taxa de atividade continuou a aumentar.

*De um modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com pressões em matéria de oferta de mão de obra e com a competitividade em termos de custos, mas os riscos afiguram-se moderados. A Comissão decidiu não proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Lituânia:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, alguns indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a taxa de câmbio real e o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho.

A balança corrente está globalmente equilibrada, enquanto a PLII, que reflete sobretudo a dívida pública e o IDE, continuou a registar melhorias, estando agora dentro do limiar. Os custos unitários do trabalho continuaram a crescer a taxas relativamente elevadas, impulsionados pelo forte crescimento dos salários causado pela retração do mercado de trabalho e por algumas alterações normativas, incluindo o aumento relativamente rápido do salário mínimo desde 2016. Além disso, a taxa de câmbio efetiva real apreciou-se bastante em 2018, excedendo o respetivo limiar. Futuramente, no entanto, os riscos parecem ser moderados devido ao facto de o crescimento dos salários nominais estar a diminuir enquanto o crescimento da produtividade se mantém vigoroso. Os ganhos de quotas nos mercados de exportação prosseguiram a um bom ritmo. Os níveis da dívida pública e privada continuam a ser relativamente baixos e mantêm-se estáveis, tendo o crédito crescido de forma positiva. Embora tenham sido pronunciados, os aumentos dos preços reais do imobiliário permanecem dentro do limiar do painel de avaliação. O desemprego continua a ser reduzido.

*Gráfico A15:* ***Decomposição do custo unitário do trabalho***



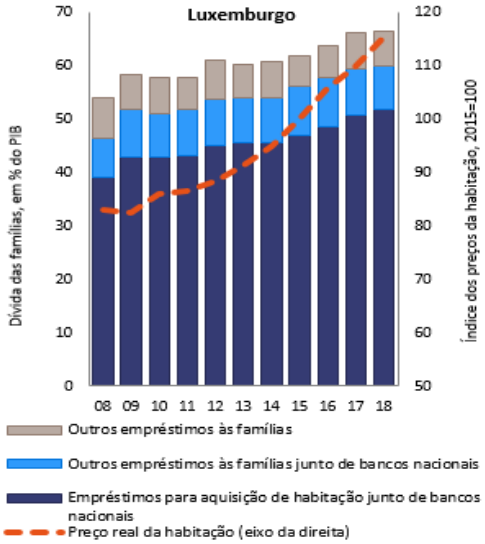

Fonte: Serviços da Comissão

*De um modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a competitividade em termos de custos, mas, nesta fase, os riscos parecem estar sob controlo. A Comissão decidiu não proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Luxemburgo:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, a dívida do setor privado ultrapassa o limiar indicativo.

A posição externa continua a ser caracterizada por excedentes sensivelmente estáveis da balança corrente e uma posição líquida de investimento internacional positiva. Os ganhos acumulados em termos de quotas nos mercados de exportação diminuíram, enquanto o crescimento dos custos unitários do trabalho tem sido relativamente forte. Durante vários anos consecutivos, os preços reais do imobiliário têm crescido a um ritmo relativamente elevado, pelo que requerem uma atenção especial. O crescimento dos preços do imobiliário é apoiado pela dinâmica do mercado laboral, conjugada com os consideráveis fluxos migratórios líquidos e com condições de financiamento favoráveis, enquanto a oferta se tem mantido relativamente limitada. O elevado endividamento das empresas está essencialmente relacionado com empréstimos transnacionais intra-empresas. O endividamento das famílias, constituído maioritariamente por dívida hipotecária, atingiu níveis relativamente elevados, refletindo o aumento dos preços do imobiliário. Os riscos para a estabilidade financeira são atenuados pela solidez do setor bancário. Além disso, o mercado de trabalho é sólido, com uma forte criação de emprego; e o desemprego tem-se estabilizado em níveis relativamente baixos. A dívida pública continua a ser muito baixa.

*Gráfico A16: **Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***

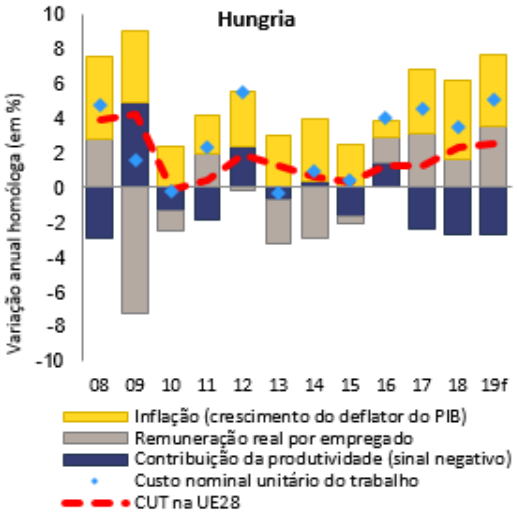



Fonte: Eurostat e BCE

*De um modo geral, a análise económica assinala principalmente questões relacionadas com o aumento dos preços do imobiliário e o endividamento das famílias, embora os riscos se afigurem nesta fase controlados. Por conseguinte, a Comissão não irá proceder, nesta fase, a qualquer análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Hungria:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores superam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), o crescimento dos custos unitários do trabalho, o aumento dos preços reais do imobiliário e a dívida pública.

*Gráfico A17: **Decomposição do custo unitário do trabalho***




Fonte: Eurostat

A PLII negativa continuou a registar melhorias, embora o excedente da balança corrente tenha diminuído em virtude do forte aumento das importações. Os riscos resultantes das pressões do lado da procura interna requerem atenção. O crescimento dos custos unitários do trabalho tem sido muito dinâmico, uma vez que o aumento da produtividade fica aquém do forte aumento dos salários, que é impulsionado pela retração do mercado de trabalho e por medidas administrativas. Até à data, a apreciação da taxa de câmbio efetiva real tem sido moderada, graças a uma gradual depreciação nominal da moeda. Ainda assim, as perturbações temporárias na indústria automóvel e na sua cadeia de valor

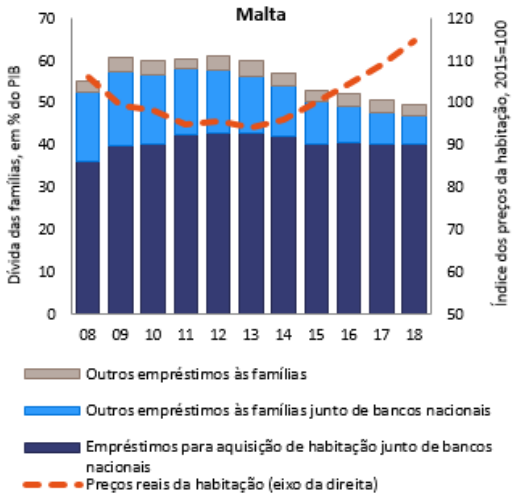
prejudicaram o crescimento da quota nos mercados de exportação nos últimos anos e a predominância deste setor na economia poderá, a longo prazo, suscitar riscos. Os preços reais do imobiliário continuaram a crescer rapidamente. Embora a concessão de crédito tenha aumentado, a dívida privada em percentagem do PIB tem continuado a diminuir devido à progressiva amortização do volume de crédito previamente acumulado. A dívida pública tem diminuído lentamente devido à orientação pró-cíclica da política orçamental nos últimos anos. O desemprego diminuiu novamente em 2018 e o mercado de trabalho permaneceu retraído.

*De um modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com os custos unitários do trabalho, o mercado imobiliário e os eventuais riscos suscitados pela exposição à indústria automóvel. Os riscos a curto prazo aparentam, contudo, estar sob controlo. Por conseguinte, a Comissão irá continuar a acompanhar a situação mas não considera necessário, nesta fase, proceder a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Malta:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, o excedente da balança corrente ultrapassou o limiar indicativo.

O excedente da balança corrente manteve-se muito elevado em 2018, em níveis semelhantes aos registados em 2017. A posição líquida de investimento internacional reduziu-se marginalmente, embora continue a ser fortemente positiva, refletindo a presença de empresas financeiras orientadas para os mercados internacionais e das atividades de jogo *online*. A moderação do crescimento dos salários é o principal fator que contribui para que o crescimento dos custos nominais unitários do trabalho continue a ser moderado. A taxa de câmbio efetiva real apreciou-se ligeiramente. A dívida do setor privado continuou a diminuir em 2018, apoiada principalmente pelo forte crescimento do PIB nominal. Embora o fluxo de crédito para o setor não financeiro tenha aumentado, o crédito às famílias manteve-se globalmente estável até 2018. O rácio dívida pública/PIB continuou a diminuir. O aumento constante dos preços do imobiliário acelerou ligeiramente em 2018, embora ainda não existam indícios claros de sobrevalorização. Os passivos do setor financeiro diminuíram em 2018, não havendo indícios de fragilidade no setor bancário, dadas as reservas de capital disponíveis. O mercado de trabalho continua a ter um bom desempenho, estando o desemprego a diminuir, incluindo o de longa duração, e as taxas de atividade a aumentar.

*Gráfico A18:* ***Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***

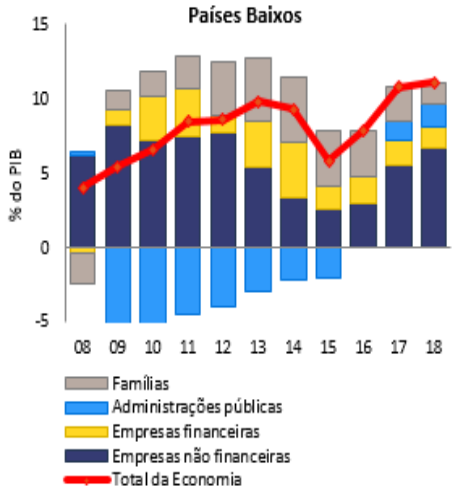



Fonte: Eurostat e BCE

*De um modo geral, a análise económica revela um saldo da balança corrente muito elevado e um crescimento relativamente dinâmico dos preços do imobiliário, embora os riscos se afigurem controlados nesta fase. De modo geral, a Comissão não considera necessário proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Países Baixos:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que os Países Baixos registavam *desequilíbrios macroeconómicos* relacionados com o elevado volume de dívida privada e o elevado excedente da balança corrente. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente o saldo da balança corrente, a dívida do setor privado e o crescimento dos preços reais do imobiliário.

*Gráfico A19: Capacidade/necessidade líquida de financiamento por sector*



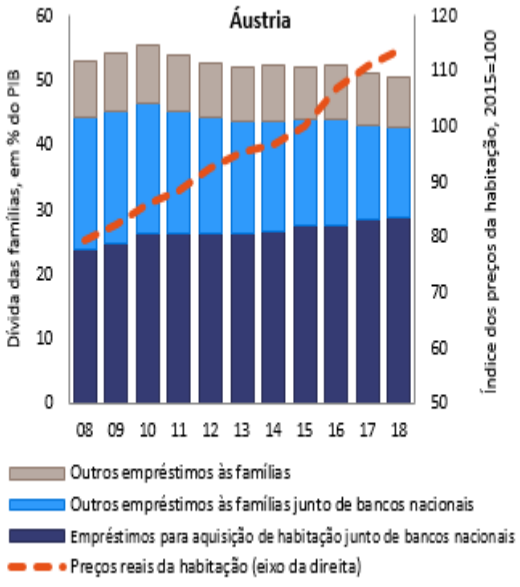

Fonte: Eurostat

O excedente da balança corrente é muito elevado e mantém-se bastante acima do limiar indicativo do painel de avaliação. Todos os setores económicos – agregados familiares, administrações públicas e empresas — contribuem para esse excedente. O aumento do excedente nos últimos anos foi principalmente impulsionado pelas empresas não financeiras, com um excedente de poupanças ligado a uma rentabilidade relativamente elevada das empresas e com uma taxa de investimento interno comparativamente baixa. O crescimento dos custos unitários do trabalho foi moderado, enquanto o crescimento dos salários aumentou moderadamente e o crescimento da produtividade estagnou. A dívida privada em percentagem do PIB tem continuado a diminuir progressivamente, embora se mantenha muito acima do limiar do painel de avaliação. O elevado endividamento das empresas é principalmente impulsionado pela dívida intragrupo das empresas multinacionais. O endividamento das famílias é muito elevado, resultando principalmente do tratamento fiscal generoso do crédito hipotecário sobre a habitação própria e do funcionamento deficiente do mercado de arrendamento. Embora o endividamento das famílias, em percentagem do PIB, tenha diminuído, a dívida nominal continuou a crescer em 2018, à medida que a forte recuperação do mercado imobiliário acelerou ainda mais. Em consequência, o crescimento real dos preços do imobiliário acelerou em 2018, tendo atingido um nível que supera o limiar do painel de avaliação. O rácio da dívida pública é relativamente baixo e tem vindo a diminuir. O desemprego também diminuiu, tendo-se registado um forte crescimento do emprego.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com o elevado endividamento das famílias, associado ao mercado imobiliário, e com o elevado excedente de poupança interna. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Áustria:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, o indicador respeitante à dívida pública ultrapassa o limiar indicativo.

*Gráfico A20:* ***Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***



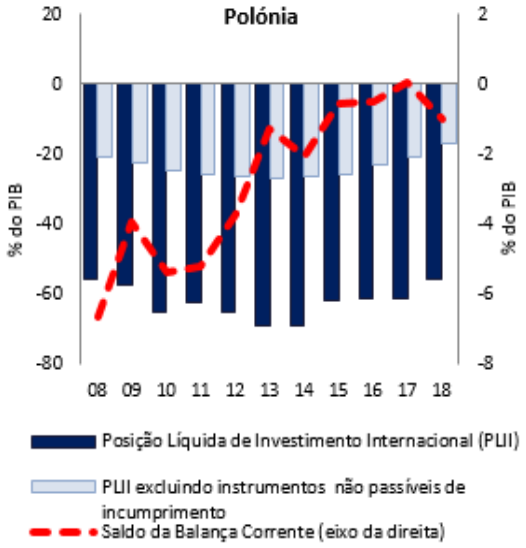

Fonte: Eurostat e BCE

O excedente da balança corrente manteve-se moderado e globalmente estável em 2018, enquanto a posição líquida de investimento internacional se manteve ligeiramente positiva. Registaram-se alguns ganhos em termos de quotas nos mercados de exportação. Os custos unitários do trabalho aumentaram, uma vez que os salários aumentaram mais fortemente do que a produtividade do trabalho, embora tenham permanecido relativamente moderados. Os preços reais do imobiliário mantiveram a tendência ascendente, embora o seu crescimento tenha abrandado. Embora deva ser acompanhado, este aumento dos preços do imobiliário não aparenta estar a ser impulsionado pelo crédito. Entretanto, os rácios tanto da dívida das empresas como das famílias têm continuado a diminuir. A dívida pública prosseguiu a sua trajetória descendente, como resultado do forte crescimento económico e da liquidação de ativos por parte das instituições financeiras que haviam sido nacionalizadas. A situação do setor bancário melhorou, também em relação com a recuperação nos países vizinhos. Nestas condições económicas favoráveis e com o forte crescimento do emprego, a taxa de desemprego diminuiu marcadamente.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com o setor do imobiliário, mas os riscos afiguram-se controlados. Por conseguinte, a Comissão não considera necessário proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Polónia**: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, a posição líquida de investimento internacional (PLII) supera o limiar indicativo.

*Gráfico A21:* ***PLII e saldo da BC***




Fonte: Serviços da Comissão

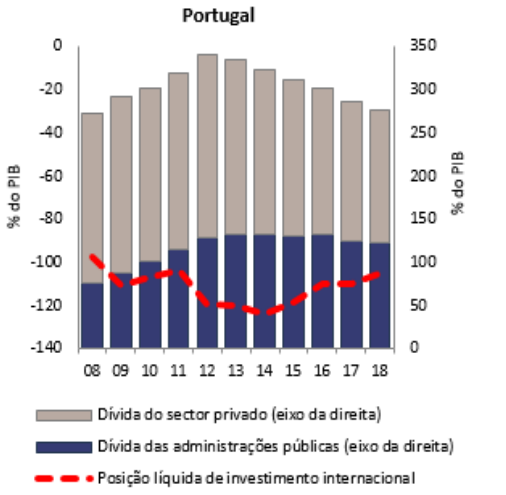
O saldo da balança corrente passou de um pequeno excedente em 2017 para um ligeiro défice em 2018, enquanto a PLII negativa diminuiu consideravelmente, embora continue a exceder o respetivo limiar. As vulnerabilidades externas continuam controladas, uma vez que o investimento direto estrangeiro representa uma grande parte dos passivos externos. Em 2018 registaram-se novos aumentos das quotas nos mercados de exportação. Os custos nominais unitários do trabalho aumentaram a um ritmo moderado, uma vez que os fortes aumentos salariais foram compensados por um forte crescimento da produtividade. O aumento dos preços do imobiliário consolidou-se em 2018, permanecendo abaixo,

embora próximo do limiar. O rácio dívida do setor privado/PIB manteve-se globalmente estável em 2018. A dívida pública, medida em percentagem do PIB, diminuiu ainda mais, a partir de níveis que já eram relativamente baixos, em virtude do rápido crescimento nominal do PIB e do baixo défice nominal. O setor bancário encontra-se relativamente bem capitalizado, dispõe de liquidez e é rentável mas o elevado volume de empréstimos denominados em moeda estrangeira, embora decrescente, continua a representar uma vulnerabilidade. O mercado de trabalho continuou a ter um bom desempenho, conduzindo a uma nova queda da taxa de desemprego, para um nível muito baixo.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a posição líquida de investimento internacional, mas esses riscos são reduzidos. Por conseguinte, a Comissão não considera necessário proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Portugal:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que Portugal registava *desequilíbrios macroeconómicos* relacionados com os elevados volumes de passivos externos líquidos, com a dívida pública e privada, assim como com o elevado volume de empréstimos não produtivos, num contexto de baixo crescimento da produtividade. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a dívida pública, a dívida privada e o crescimento dos preços reais do imobiliário.

*Gráfico A22:* ***PLII, dívida privado e dívida das administrações públicas***




Source: Eurostat

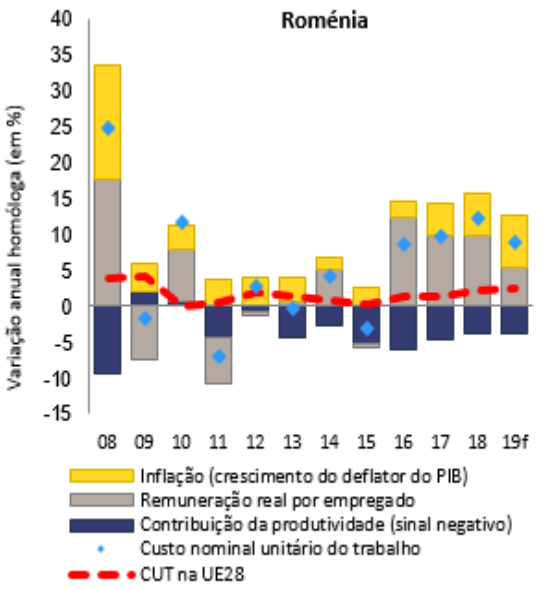
A posição externa é vulnerável, uma vez que a PLII é muito negativa e o ritmo de ajustamento muito lento, ao que acresce uma deterioração do saldo da balança corrente. A competitividade em termos de preços deteriorou-se ligeiramente nos últimos anos, devido ao aumento dos custos unitários do trabalho, embora os exportadores tenham continuado a ganhar quotas de mercado, se bem que a um ritmo cada vez mais lento. A produtividade do trabalho continua a ser baixa e só marginalmente deverá melhorar nos próximos anos, o que dificulta a aproximação às economias mais avançadas da área do euro. Prossegue o desendividamento do setor privado, embora os níveis da dívida sejam relativamente elevados tanto para as empresas como para os agregados familiares. A dívida pública, sendo ainda muito elevada, deverá manter uma trajetória descendente gradual. O setor bancário tem aumentado a sua resiliência, embora o volume de empréstimos não produtivos continue a suscitar preocupação, apesar de se ter substancialmente reduzido em 2017 e 2018. Os preços do imobiliário continuam a aumentar fortemente, registando uma aceleração, em especial nos segmentos de mercado mais afetados pelas atividades relacionadas com o turismo. No entanto, o volume de crédito hipotecário manteve-se de um modo em geral estável e a construção tem vindo a aproximar-se gradualmente da procura. O mercado de trabalho continuou a registar melhorias e a taxa de desemprego está agora dentro do limiar.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com desequilíbrios nas variáveis de «stock», em especial no que toca à dívida externa, à dívida pública e à dívida privada, às vulnerabilidades do setor bancário e ao fraco crescimento da produtividade. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Roménia**: Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Roménia registava *desequilíbrios macroeconómicos* que implicavam, nomeadamente, o risco de perdas de competitividade em termos de custos, a continuação da deterioração da sua posição externa e riscos para a estabilidade financeira. No painel de avaliação atualizado, dois indicadores ultrapassam os limiares, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII) e o crescimento dos custos nominais unitários do trabalho.

O elevado défice da balança corrente continuou a agravar-se em 2018, devido ao aumento das importações e ao abrandamento das exportações. A PLII negativa, que é maioritariamente constituída por IDE, registou melhorias em 2018, devido ao forte crescimento nominal do PIB. As exportações continuaram a registar um bom desempenho em 2018, tendo sido conseguidos novos ganhos em termos de quotas nos mercados de exportação. Contudo, os custos unitários do trabalho aumentaram muito significativamente em 2018, devido ao forte crescimento dos salários, em especial no setor público. Dados anteriores sugerem que o aumento dos salários públicos é suscetível de se repercutir no setor privado, o que poderá desencadear perdas de competitividade em termos de custos. A dívida privada é baixa e continua a diminuir, tendo o crescimento do crédito ao setor privado sido moderado. O ambiente empresarial é prejudicado por alterações legislativas frequentes e imprevisíveis, muitas vezes adotadas sem se ter procedido a uma avaliação de impacto ou à consulta das partes interessadas. A dívida pública, expressa em percentagem do PIB, é relativamente baixa, mas já não está a diminuir. Quanto ao mercado imobiliário, o crescimento dos preços reais continuou a desacelerar em 2018, continuando estes a ser moderados. Os bancos estão bem capitalizados e dispõem de liquidez. Os riscos para a estabilidade financeira decorrentes da legislação anteriormente em vigor parecem ter diminuído, embora a instabilidade política e legislativa continue a ser motivo de preocupação. A diminuição da taxa de desemprego em 2018 reflete o prosseguimento da retração do mercado de trabalho, enquanto a taxa de atividade, embora em níveis muito baixos, continuou a melhorar.

*Gráfico A23: **Decomposição do custo unitário do trabalho***



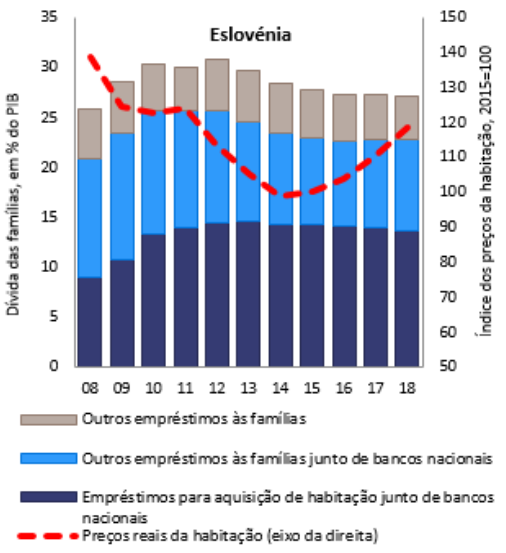

Fonte: Serviços da Comissão

*De um modo geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com o aumento muito forte dos custos unitários do trabalho e com a deterioração da posição externa. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Eslovénia:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a dívida do setor público e o aumento dos preços do imobiliário.

A balança corrente continua a registar um forte excedente, contribuindo para uma maior redução da posição líquida de investimento internacional negativa. Os aumentos salariais foram relativamente pequenos e a produtividade do trabalho melhorou, o que contribuiu para conter o crescimento dos custos unitários do trabalho e para novos ganhos de quotas nos mercados de exportação. A dívida do setor privado é relativamente baixa e tem vindo a diminuir. O crescimento do crédito ao setor privado tornou-se positivo em 2017, mas continua a ser limitado. O investimento é inferior à média da UE, em especial no que diz respeito à construção de imobiliário residencial. O crescimento dos preços do imobiliário continua a ser elevado num contexto de escassez da oferta, o que suscita preocupação. Embora o rácio dívida pública/PIB seja elevado, tem seguido uma tendência claramente decrescente. Os custos esperados do envelhecimento demográfico têm exercido pressão sobre a sustentabilidade orçamental a médio e a longo prazo. O setor bancário é estável e o volume de empréstimos não produtivos tem tendência para decrescer. No que respeita ao mercado de trabalho, o desemprego tem continuado a diminuir e a taxa de atividade atingiu níveis recorde.

*Gráfico A24: **Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***



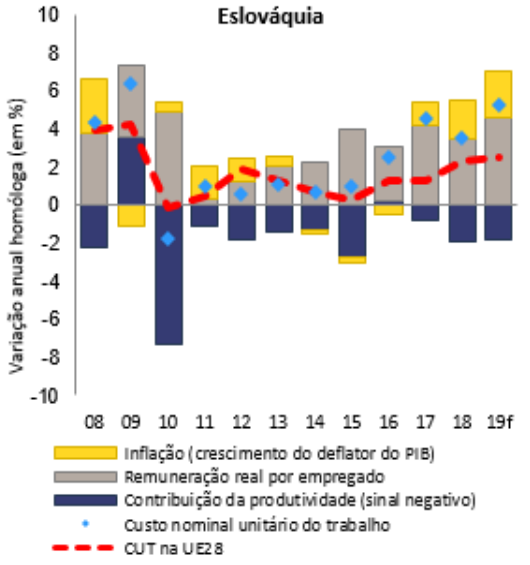

Fonte: Eurostat e BCE

*De um modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados principalmente com a sustentabilidade orçamental e o aumento dos preços do imobiliário, embora esses riscos se afigurem controlados nesta fase. Por conseguinte, a Comissão não considera necessário proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Eslováquia**: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII) e o crescimento dos custos nominais unitários do trabalho.

O défice da balança corrente agravou-se ligeiramente em 2018, embora continue a ser globalmente moderado. A posição líquida de investimento internacional é fortemente negativa, embora estável, sendo os riscos limitados graças ao elevado fluxo de IDE resultante da expansão da indústria automóvel e do setor financeiro. Ainda assim, perturbações temporárias na indústria automóvel e o peso importante deste setor poderão suscitar riscos a longo prazo. Foram efetuados alguns ganhos nas quotas nos

*Gráfico A25: **Decomposição do custo unitário do trabalho***




Fonte: Serviços da Comissão

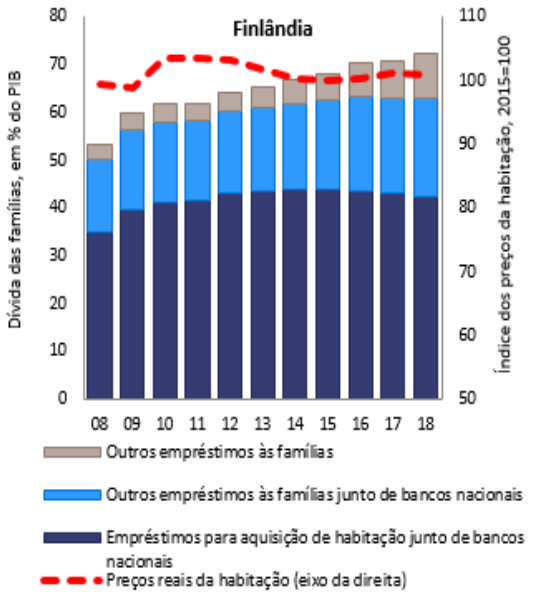
mercados de exportação e a taxa de câmbio efetiva real apreciou-se ligeiramente, após anos de moderação. O crescimento dos custos nominais unitários do trabalho acelerou acentuadamente, impulsionado por um forte crescimento dos salários no contexto de um mercado de trabalho muito retraído e de uma escassez significativa de mão de obra, ultrapassando agora o respetivo limiar. Os preços do imobiliário aumentaram consideravelmente em 2018, embora ainda não haja indícios de sobrevalorização. O dinamismo do mercado da habitação contribuiu para um aumento contínuo do endividamento das famílias, embora partindo de níveis relativamente baixos. O setor bancário, em grande parte sob controlo estrangeiro, encontra-se bem capitalizado. As novas reduções do desemprego global e do desemprego de longa duração foram acompanhadas por um aumento das taxas de participação no mercado de trabalho.

*De um modo geral, a análise económica assinala alguns problemas relacionados com a sustentabilidade externa, as pressões sobre os salários e os eventuais riscos suscitados pela elevada dependência da indústria automóvel. Os riscos a curto prazo aparentam, contudo, estar sob controlo. Por conseguinte, a Comissão não irá proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Finlândia:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, alguns indicadores situam-se além dos limiares indicativos, designadamente a dívida do setor privado e a variação do passivo total do setor financeiro.

O défice da balança corrente agravou-se em 2018, tendo o saldo da balança comercial regressado a valores negativos, enquanto a posição líquida de investimento internacional se mantém equilibrada. As quotas nos mercados de exportação recuperaram pelo terceiro ano consecutivo, reduzindo as perdas acumuladas. Os custos unitários do trabalho registaram um crescimento positivo em 2018 e a taxa de câmbio efetiva real apreciou-se ligeiramente, embora a evolução global esteja sob controlo. A dívida pública diminuiu ainda mais uma vez que o crescimento do PIB ultrapassou o crescimento da dívida, encontrando-se agora dentro do limiar. A dívida privada continua a ser elevada, embora esteja lentamente a decrescer. As condições de crédito favoráveis e as baixas taxas de juro continuam a apoiar o crescimento do crédito privado, embora a concessão de crédito em geral tenha diminuído em 2018. O rácio da dívida das famílias em relação ao PIB é relativamente elevado e tem continuado a subir ligeiramente. Os preços reais do imobiliário mantiveram-se estáveis em 2018. O crescimento moderado do crédito hipotecário e a diminuição do número de novas licenças de construção reduzem os riscos quanto à sustentabilidade da dívida das famílias. O setor financeiro está bem capitalizado, o que limita os riscos para a estabilidade financeira. O forte aumento dos ativos e passivos globais do setor bancário no final de 2018 foi resultado da transferência da sede de um banco da Suécia para a Finlândia. Embora tanto o emprego como o desemprego tenham melhorado fortemente em 2018, as novas melhorias serão provavelmente mais lentas. As taxas de desemprego de longa duração e de desemprego dos jovens diminuíram em 2018.

*Gráfico A26:* ***Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***

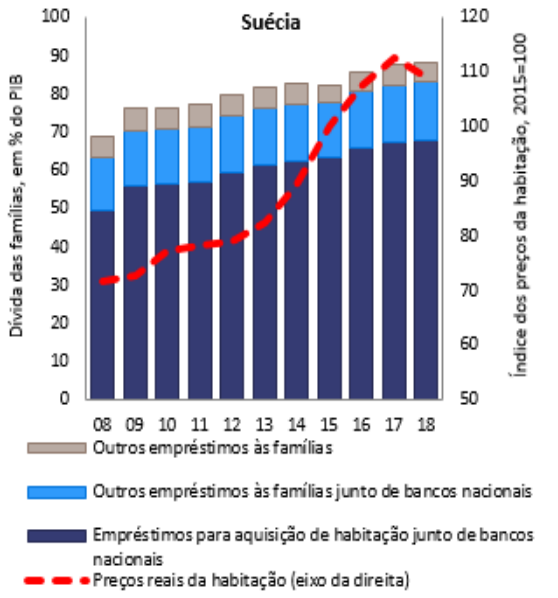



Fonte: Eurostat e BCE

*De modo geral, a análise económica assinala que persistem problemas relacionados com a dívida do setor privado, embora os riscos continuem a ser limitados. De modo geral, a Comissão não considera necessário proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Suécia:** Em fevereiro de 2019, a Comissão concluiu que a Suécia registava *desequilíbrios macroeconómicos*, relacionados em especial com a sobrevalorização dos preços do imobiliário, conjugada com um agravamento continuado do endividamento das famílias. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores superam os limiares, designadamente a dívida do setor privado e as quotas nos mercados de exportação.

*Gráfico A27 :* ***Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***




Fonte: Eurostat e BCE

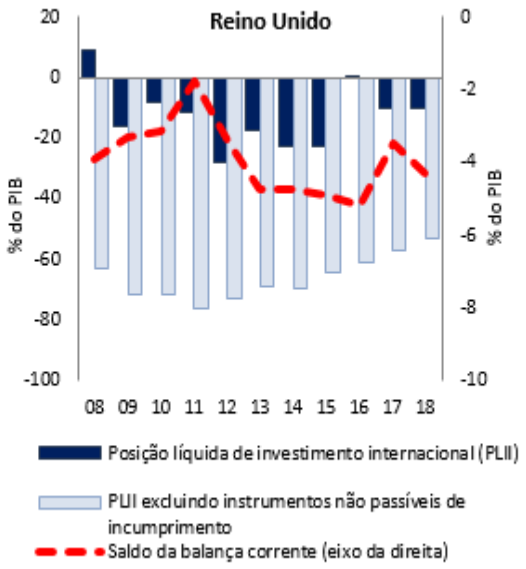
A tendência para a diminuição do excedente da balança corrente persistiu em 2018, tendo a PLII aumentado e sendo atualmente claramente positiva. Em 2018, agravou-se a perda de quota nos mercados de exportação, estando o respetivo indicador agora para além do limiar. O crescimento nominal dos custos unitários do trabalho acelerou, enquanto a taxa de câmbio efetiva real se desvalorizou devido à depreciação da coroa sueca. A dívida do setor privado é elevada, sendo o endividamento das famílias essencialmente resultante do crédito hipotecário. Em 2018, o endividamento das famílias aumentou ligeiramente. Os preços do imobiliário diminuíram no final de 2017, mas mantiveram-se estáveis em 2018, o que implica um crescimento anual negativo em 2018, medido numa base anual, e sendo globalmente muito elevados, havendo indícios de sobrevalorização. Os preços do imobiliário e o endividamento das famílias suscitam riscos para a estabilidade macroeconómica, sendo impulsionados pelo tratamento fiscal favorável à aquisição de habitação própria, pelas taxas de juro muito baixas do crédito hipotecário e pelas características específicas do mercado hipotecário, assim como pelas restrições do lado da oferta que geram igualmente riscos para a estabilidade macroeconómica. Os riscos no setor bancário afiguram-se controlados, uma vez que a qualidade dos ativos e a rentabilidade continuam a ser elevadas e a situação financeira das famílias é, em geral, sólida, tendo-se a política macroprudencial tornado mais restritiva. Em 2018, o mercado de trabalho continuou a melhorar e o desemprego a diminuir, embora a evolução recente revele um abrandamento.

*De modo geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a elevada dívida privada e com o mercado imobiliário. Por conseguinte, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Reino Unido**: Na ronda anterior do PDM, não foram identificados *nenhuns desequilíbrios macroeconómicos*. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores ultrapassam os limiares indicativos, designadamente o défice da balança corrente, a taxa de câmbio efetiva real, a dívida do setor privado e a dívida pública.

O défice já considerável da balança corrente agravou-se em 2018, gerando importantes necessidades de financiamento externo. O elevado défice no comércio de mercadorias e os défices menores a nível das transferências e dos rendimentos de investimentos só parcialmente foram compensados pelo excedente registado no comércio de serviços. Não obstante os défices externos persistentes, a posição líquida de investimento internacional é quase equilibrada, tendo beneficiado da depreciação da libra esterlina em 2016. No entanto, a reação das trocas comerciais líquidas à depreciação da taxa de câmbio efetiva real e à consequente maior competitividade dos preços tem sido dececionante até à data, tendo sido registadas recentemente perdas de quotas no mercado das exportações. O rácio dívida do setor privado/PIB atingiu o seu nível mais baixo, na sequência de um período de desendividamento moderado após a crise. A dívida das famílias, em particular, continua a ser elevada e a exigir um acompanhamento atento. Os preços reais do imobiliário estabilizaram, embora a um nível elevado. A dívida pública é elevada e manteve-se globalmente estável. O forte crescimento do emprego continuou a ser acompanhado de baixo desemprego, embora a produtividade do trabalho e do investimento se mantenha fraca.

*Gráfico A28:* ***PLII e saldo da BC***




Fonte: Serviços da Comissão

*De modo geral, a análise económica assinala alguns problemas relacionados com a vertente externa da economia e com a dívida privada. Estes problemas parecem representar poucos riscos para a estabilidade a curto prazo. De modo geral, a Comissão não considera necessário proceder, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Quadro 1.1: Painel de avaliação do PDM 2018**

| Ano 2018 | Desequilíbrios externos e competitividade | | | | | Desequilíbrios internos | | | | | | Indicadores do emprego[1] | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Saldo da balança corrente - % do PIB (média a 3 anos) | Posição líquida de investimento internacional (% do PIB) | Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator IHPC (variação em % a 3 anos) | Quotas nos mercados de exportação - % das exportações mundiais (variação em % a 5 anos) | Índice do custo nominal unitário do trabalho (2010=100) (variação em % a 3 anos) | Índice dos preços da habitação (2015=100), deflacionado (variação em % a 1 ano) | Fluxo de crédito para o setor privado, consolidado (% do PIB) | Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB) | Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB) | Taxa de desemprego (média a 3 anos) | Total dos passivos do sector financeiro, não consolidado (variação em % a 1 ano) | Taxa de atividade - % da população total entre os 15 e os 64 anos (Variação a 3 anos em pp) | Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa entre os 15 e os 74 anos (Variação a 3 anos em pp) | Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa entre os 15 e os 24 anos (Variação a 3 anos em pp) |
| Limiares | -4/6% | -35% | ±5% (AE)<br>±11% (Não-AE) | -6% | 9% (AE)<br>12% (Não-AE) | 6% | 14% | 133% | 60% | 10% | 16.5% | -0.2 pp | 0.5 pp | 2 pp |
| **BE** | 0.3 | 41.3 | 6.9 | -1.5 | 3.7 | 1.0 | 0.8 | 178.5 | 100.0 | 7.0b | -2.9 | 1.0 | -1.5 | -6.3 |
| **BG** | 4.0 | -35.2 | 3.9 | 13.4 | 18.3p | 4.5 | 3.9 | 95.0 | 22.3 | 6.3 | 6.8 | 2.2 | -2.6 | -8.9 |
| **CZ** | 1.2 | -23.5 | 11.0 | 11.9 | 13.5 | 6.1p | 5.3 | 70.7 | 32.6 | 3.0 | 7.4 | 2.6 | -1.7 | -5.9 |
| **DK** | 7.5 | 48.5 | 2.6 | -1.5 | 4.0 | 3.5 | 2.4 | 199.4 | 34.2 | 5.6 | -4.7 | 0.9 | -0.6 | -1.6 |
| **DE** | 8.0 | 62.0 | 5.3 | 3.1 | 5.6 | 5.1 | 6.6 | 102.4 | 61.9 | 3.8 | 2.0 | 1.0 | -0.6 | -1.0 |
| **EE** | 2.1 | -27.7 | 7.7 | 0.8 | 14.3 | 2.1 | 3.7 | 101.5 | 8.4 | 6.0 | 6.9 | 2.4 | -1.1 | -1.2 |
| **IE** | 2.3 | -165.0 | 2.3 | 77.4 | -2.8 | 8.3 | -7.8 | 223.2 | 63.6 | 7.0 | 5.1 | 0.8 | -3.2 | -6.4 |
| **EL** | -2.2 | -143.3 | 3.6 | 6.9 | 1.4p | 1.3e | -1.1p | 115.3p | 181.2 | 21.5 | -5.0 | 0.4 | -4.6 | -9.9 |
| **ES** | 2.6 | -80.4 | 4.1 | 4.6 | 0.7p | 5.3 | 0.4p | 133.5p | 97.6 | 17.4 | -2.2 | -0.6 | -5.0 | -14.0 |
| **FR** | -0.6 | -16.4 | 4.5 | -0.2 | 2.4p | 1.5 | 7.9p | 148.9p | 98.4 | 9.5 | 1.6 | 0.6 | -0.8 | -4.0 |
| **HR** | 2.4 | -57.9 | 4.2 | 22.9 | -2.4d | 4.6 | 2.3p | 94.0p | 74.8 | 10.9 | 4.6 | -0.6 | -6.8 | -18.9 |
| **IT** | 2.6 | -4.7 | 3.3 | 0.3 | 2.7 | -1.6 | 1.6 | 107.0 | 134.8 | 11.2 | -0.1 | 1.6 | -0.7 | -8.1 |
| **CY** | -4.6 | -120.8 | 1.8 | 16.6 | -0.4p | 0.2 | 8.4p | 282.6p | 100.6 | 10.8 | 0.3 | 1.1 | -4.1 | -12.6 |
| **LV** | 0.6 | -49.0 | 4.9 | 8.6 | 14.7 | 6.6 | -0.2 | 70.3 | 36.4 | 8.6 | -3.0 | 2.0 | -1.4 | -4.1 |
| **LT** | -0.1 | -31.0 | 6.4 | 3.5 | 16.5 | 4.6 | 4.3 | 56.4 | 34.1 | 7.1 | 8.2 | 3.2 | -1.9 | -5.2 |
| **LU** | 4.9 | 59.8 | 3.3 | 10.7 | 7.9 | 4.9 | -0.5 | 306.5 | 21.0 | 5.8 | -2.0 | 0.2b | -0.5 | -2.5 |
| **HU** | 2.1 | -52.0 | 2.0 | 8.4 | 12.4 | 10.9 | 4.3 | 69.3 | 70.2 | 4.3 | -9.2 | 3.3 | -1.7 | -7.1 |
| **MT** | 8.9 | 62.7 | 4.9 | 24.0 | 3.2 | 5.1p | 7.5 | 129.8 | 45.8 | 4.1 | 2.3 | 5.9 | -1.3 | -2.5 |
| **NL** | 9.9 | 70.7 | 3.2 | 1.7 | 3.0p | 7.4 | 4.5p | 241.6p | 52.4 | 4.9 | -3.3p | 0.7 | -1.6 | -4.1 |
| **AT** | 2.2 | 3.7 | 4.8 | 3.9 | 4.7 | 2.5 | 3.9 | 121.0 | 74.0 | 5.5 | 1.7 | 1.3 | -0.3 | -1.2 |
| **PL** | -0.5 | -55.8 | 0.1 | 25.8 | 8.1p | 4.9 | 3.4 | 76.1 | 48.9 | 5.0 | 3.0 | 2.0 | -2.0 | -9.1 |
| **PT** | 0.9 | -105.6 | 3.1 | 9.4 | 5.3p | 8.9 | -0.1p | 154.3p | 122.2 | 9.1 | 0.7 | 1.7 | -4.1 | -11.7 |
| **RO** | -3.3 | -44.1 | -0.7 | 23.7 | 33.6p | 1.8 | 1.9p | 47.8p | 35.0 | 5.0 | 3.3 | 1.7 | -1.2 | -5.5 |
| **SI** | 5.5 | -18.9 | 2.0 | 20.4 | 6.1 | 7.4 | 1.3 | 72.8 | 70.4 | 6.6 | 4.1 | 3.2 | -2.5 | -7.5 |
| **SK** | -2.4 | -68.1 | 2.5 | 3.2 | 10.9 | 5.0 | 2.0 | 90.9 | 49.4 | 8.1 | 8.9e | 1.5 | -3.6 | -11.6 |
| **FI** | -1.4 | -2.0 | 3.0 | -3.0 | -2.6 | -0.2 | 1.6 | 142.1 | 59.0 | 8.3 | 19.9 | 2.1 | -0.7 | -5.4 |
| **SE** | 2.8 | 10.3 | -4.0 | -6.3 | 7.4 | -3.0 | 9.0 | 200.0 | 38.8 | 6.6 | -2.9 | 1.2 | -0.3 | -3.6 |
| **UK** | -4.3 | -10.5 | -13.0 | -3.8 | 7.8 | 0.7 | 5.3 | 169.1 | 85.9 | 4.4 | -0.6 | 1.0 | -0.5 | -3.3 |

Os valores assinalados com um fundo diferente são aqueles que atingem ou ultrapassam o limiar Marcadores: b: Interrupção na série de dados. d: Diferenças na definição. e: Estimado. p: Provisório.

1) No que respeita aos indicadores relativos à habitação, ver a página 2 do RMA 2016. 2) Índice dos preços da habitação e = fonte: NCB para a EL. 3) No que respeita ao custo nominal unitário do trabalho na HR, d: os dados sobre o emprego utilizados utilizam o conceito de "nacional", em vez do conceito de "interno". 4) Taxa de desemprego para BE: revisão das metodologias de inquérito; 5) No passivo total do setor financeiro para SK, os derivados são estimados.

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat e Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (para a Taxa de Câmbio Efetiva Real), e dados do Fundo Monetário Internacional, WEO (para o volume das exportações mundiais de bens e serviços)

**Quadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2018**

| Ano 2018 | PIB real (variação em % a 1 ano) | Formação bruta de capital fixo (% do PIB) | Despesa interna bruta em R&D (% do PIB) | Soma da balança corrente e da balança de capitais (capacidade/necessidade líquida de financiamento) (% do PIB) | PLII excluindo instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) | Investimento direto estrangeiro na economia do país a que respeitam os dados - fluxos (% do PIB) | Investimento direto estrangeiro na economia do país a que respeitam os dados - volumes (% do PIB) | Saldo da balança comercial dos produtos energéticos (% do PIB) | Taxa de câmbio efetiva real - parceiros comerciais da Área do Euro (variação em % a 3 anos) | Comportamento das exportações face às economias avançadas (variação em % a 5 anos) | Termos de troca (variação em % a 5 anos) | Quota nos mercados de exportação, em volume (variação em % a 1 ano) | Produtividade do trabalho (variação em % a 1 ano) | Valor bruto dos empréstimos não produtivos junto de entidades internas e estrangeiras (% dos empréstimos brutos) | Comportamento do custo unitário do trabalho em relação ao resto da AE (variação em % a 10 anos) | Índice dos preços da imobiliário (2015=100) - nominal (variação em % a 3 anos) | Construção de imóveis para habitação (% do PIB) | Dívida das famílias, consolidada (incl. ISFLSF, em % do PIB) | Endividamento bancário consolidado, entidades internas e estrangeiras (total dos ativos/total dos capitais próprios) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **BE** | 1.5 | 23.8 | na | -1.0 | 36.6 | -11.8 | 170.1 | -3.5 | 2.8 | -3.4 | 0.3 | -2.2 | 0.1 | 2.3p | 0.7 | 9.4p | 5.8 | 60.9 | 13.1p |
| **BG** | 3.1 | 18.8 | 0.8p | 6.4 | 35.4 | 1.9 | 82.3 | -3.4 | -1.1 | 11.1 | 7.5 | -1.7 | 3.2p | 7.7p | 43.3 | 24.0 | 2.7 | 23.4 | 7.5p |
| **CZ** | 3.0 | 25.5 | 1.9p | 0.6 | 28.3 | 3.5 | 77.5 | -2.9 | 7.6 | 9.7 | 1.9 | 1.0 | 1.6 | 2.1p | 5.0 | 30.0p | 4.0 | 32.3 | 12.5p |
| **DK** | 1.5 | 22.4 | 3.1p | 7.1 | 11.0 | 0.3 | 55.5 | -0.2 | -1.8 | -3.5 | 1.6 | -3.0 | -0.3 | 2.3p | -2.2 | 14.8 | 4.8 | 126.4 | 16.4p |
| **DE** | 1.5 | 21.2 | 3.1e | 7.4 | 44.7 | 2.7 | 44.7 | -2.0 | 0.4 | 1.1 | 3.5 | -1.3 | 0.2 | 1.4p | 11.4 | 21.7 | 6.3 | 53.6 | 13.9p |
| **EE** | 4.8 | 23.9 | 1.4p | 3.4 | 25.7 | 3.8 | 92.7 | -1.0 | 4.1 | -1.3 | 4.3 | 0.9 | 3.5 | 1.3p | 16.2 | 17.1 | 4.6 | 38.9 | 6.9p |
| **IE** | 8.2 | 23.4 | 1.2 | -5.8 | -251.7 | 16.8 | 466.2 | -1.4 | -3.0 | 73.8 | -0.5 | 7.0 | 4.8 | 5.5p | -42.0 | 31.4 | 2.4 | 41.7 | 6.7p |
| **EL** | 1.9p | 11.1p | 1.2p | -2.6 | -130.6 | 1.8 | 18.5 | -2.4p | -1.5 | 4.7 | 3.6p | 5.3p | 0.2p | 41.6p | -15.1 | -1.9e | 0.7p | 56.5 | 11.5p |
| **ES** | 2.4p | 19.4p | na | 2.4 | -53.6 | 3.4 | 65.4 | -2.1p | -0.2 | 2.5 | -2.3p | -1.2p | 0.1p | 3.7p | -14.5 | 18.6 | 5.3p | 59.0 | 13.6p |
| **FR** | 1.7p | 22.9p | na | -0.6 | -33.0 | 2.2 | 45.8 | -1.9p | -0.1 | -2.2 | 2.8p | 0.1p | 0.7p | 2.7p | -0.3 | 7.2 | 6.4p | 60.0 | 15.3p |
| **HR** | 2.6p | 20.1p | na | 3.3 | -13.7 | 1.9 | 48.1 | -3.2p | 1.2 | 20.5 | 1.8p | 4.0p | 0.8d | 7.3p | -15.5 | 11.1 | na | 34.2 | 7.5p |
| **IT** | 0.8 | 17.7 | na | 2.6 | -6.2 | 1.9 | 27.3 | -2.3 | -1.3 | -1.7 | 6.0 | -1.6 | -0.1 | 8.4p | -1.2 | -1.4 | 4.2 | 41.0 | 13.1p |
| **CY** | 4.1p | 19.1p | na | -3.8 | -175.0 | 22.2 | 1890.1 | -4.2p | -3.2 | 14.2 | 1.4p | 1.2p | 0.0p | 20.2p | -9.7 | 4.4 | 5.8p | 97.0 | 14.1p |
| **LV** | 4.6 | 22.5 | 0.6p | 1.1 | -2.4 | 1.3 | 55.5 | -3.4 | 1.3 | 6.5 | 5.0 | 0.6 | 3.0 | 5.3p | -4.4 | 29.3 | 2.2 | 20.8 | 7.8p |
| **LT** | 3.6 | 20.5 | 0.9p | 1.8 | -2.7 | 2.7 | 43.4 | -4.0 | 3.0 | 1.4 | 4.5 | 2.9 | 2.2 | 2.6p | 7.9 | 23.2 | 2.7 | 22.9 | 10.4p |
| **LU** | 3.1 | 16.8 | na | 6.1 | -3523.8 | -722.2 | 7466.2 | -3.3 | 0.4 | 8.5 | -0.2 | -2.9 | -0.6 | 0.8p | 13.4 | 19.9 | 3.8 | 66.3 | 14.6p |
| **HU** | 5.1 | 25.2 | 1.5 | 2.1 | -4.2 | -43.8 | 163.1 | -3.8 | -1.0 | 6.3 | 0.3 | 0.9 | 2.7 | 5.3p | 9.1 | 45.5 | 3.0 | 18.0 | 9.4p |
| **MT** | 6.8 | 19.0 | 0.6 | 12.3 | 248.0 | 32.2 | 1568.6 | -8.5 | 0.3 | 21.5 | 2.0 | -0.8 | 1.3 | 3.1p | 4.5 | 17.5p | 5.2 | 49.4 | 12.1p |
| **NL** | 2.6p | 20.3p | na | 10.8 | -14.0 | -27.3 | 581.8 | -1.5p | -0.8 | -0.4 | 1.1p | 0.3p | 0.1p | 1.9p | -1.8 | 23.6 | 4.8p | 102.4p | 16.1p |
| **AT** | 2.4 | 23.9 | 3.2p | 2.3 | -5.0 | 0.9 | 67.4 | -2.5 | 1.7 | 1.8 | 1.5 | 2.5 | 0.7 | 2.6p | 4.7 | 19.6 | 4.5 | 49.6 | 11.4p |
| **PL** | 5.1 | 18.2 | 1.2p | 1.1 | -16.9 | 2.8 | 47.8 | -2.8 | -3.0 | 23.2 | 3.8 | 3.6 | 4.8p | 6.2p | -0.1 | 12.7 | 2.0 | 35.1 | 9.3p |
| **PT** | 2.4p | 17.6p | 1.4p | 1.4 | -57.1 | 2.7 | 79.0 | -2.5p | -0.3 | 7.2 | 4.8p | 0.4p | 0.1p | 9.4p | -6.6 | 29.0 | 3.0p | 66.9 | 11.0p |
| **RO** | 4.0p | 21.2p | na | -3.4 | -3.9 | 3.1 | 44.0 | -1.6p | -4.1 | 21.2 | 5.3p | 2.0p | 3.7p | 5.3p | 25.9 | 18.6 | 3.5p | 16.0 | 9.3p |
| **SI** | 4.1 | 19.2 | 2.0p | 5.2 | -1.9 | 2.8 | 39.1 | -2.9 | -0.4 | 18.0 | 2.6 | 3.2 | 0.9 | 6.0p | -0.3 | 22.5 | 2.1 | 27.0 | 8.2p |
| **SK** | 4.0 | 21.2 | 0.8 | -1.3 | -16.5 | 2.4 | 69.2 | -4.1 | -0.4 | 1.1 | -1.7 | 2.0 | 2.0 | 3.2p | 3.9 | 21.3 | 3.4 | 42.1 | 9.5p |
| **FI** | 1.7 | 23.7 | 2.8 | -1.3 | 3.9 | -1.9 | 48.9 | -2.0 | -1.4 | -5.0 | 3.4 | -1.2 | -0.9 | 1.5p | 1.9 | 2.9 | 7.3 | 65.4 | 16.1p |
| **SE** | 2.3 | 25.9 | 3.3 | 1.7 | -11.4 | 1.6 | 81.1 | -1.3 | -7.6 | -8.2 | -1.1 | -0.3 | 0.4 | 1.0p | 6.2 | 14.4 | 5.4 | 87.9 | 18.8p |
| **UK** | 1.4 | 17.0 | na | -4.5 | 4.9 | 1.3 | 83.9 | -0.7 | -16.2 | -5.7 | 3.3 | -4.3 | 0.2 | 1.2p | 7.8 | 15.4 | 3.8 | 87.2 | 15.3p |

Marcadores: d: Diferenças na definição. e: Estimado. p: Provisório.

1) O prazo oficial para a transmissão dos dados sobre as Despesas internas brutas em I&D em 2018 era o dia 31de outubro de 2019, mas os dados foram extraídos em 25 de outubro de 2019. 2) Índice dos preços da habitação e = fonte: NCB para a EL. 3) Produtividade do trabalho na HR d: os dados sobre o emprego utilizados utilizam o conceito de " nacional" , em vez do conceito de " interno"

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat e Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (para a Taxa de Câmbio Efetiva Real), Banco Central Europeu (para o Valor bruto dos empréstimos de mau desempenho junto de entidades internas e estrangeiras e o Endividamento bancário consolidado, entidades internas e estrangeiras) e dados do Fundo Monetário Internacional, WEO (para o volume das exportações mundiais de bens e serviços)

**Quadro 2.1 (continuação): Indicadores auxiliares, 2018**

| Ano 2018 | Taxa de emprego (variação em % a 1 ano) | Taxa de atividade - % da população total entre os 15 e os 64 anos (%) | Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa entre os 15 e os 74 anos (%) | Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa entre os 15 e os 24 anos (%) | Jovens que não trabalham, não estudam nem seguem uma formação - % da população total entre os 15 e os 24 anos | | Pessoas em risco de pobreza ou de exclusão social - % da população total | | Pessoas em risco de pobreza consideradas as prestações sociais - % da população total | | Pessoas em situação de privação material grave - % da população total | | Pessoas que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa - % da população total entre os 0 e os 59 anos | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | % | Variação a 3 anos em pp | % | Variação a 3 anos em pp | % | Variação a 3 anos em pp | % | Variação a 3 anos em pp | % | Variação a 3 anos em pp |
| **BE** | 1.4 | 68.6 | 2.9 | 15.8 | 9.2 | -3.0 | 19.8 | -1.3 | 16.4 | 1.5 | 4.9 | -0.9 | 12.1 | -2.8 |
| **BG** | -0.1p | 71.5 | 3.0 | 12.7 | 15.0 | -4.3 | 32.8 | -8.5 | 22.0 | 0.0 | 20.9 | -13.3 | 9.0 | -2.6 |
| **CZ** | 1.3 | 76.6 | 0.7 | 6.7 | 5.6 | -1.9 | 12.2 | -1.8 | 9.6 | -0.1 | 2.8 | -2.8 | 4.5 | -2.3 |
| **DK** | 1.8 | 79.4 | 1.1 | 10.5 | 6.8 | 0.6 | 17.4 | -0.3 | 12.7 | 0.5 | 3.4 | -0.3 | 11.1 | -0.5 |
| **DE** | 1.4 | 78.6 | 1.4 | 6.2 | 5.9 | -0.3 | 18.7 | -1.3 | 16.0 | -0.7 | 3.1 | -1.3 | 8.1 | -1.7 |
| **EE** | 1.2 | 79.1 | 1.3 | 11.9 | 9.8 | -1.0 | 24.4 | 0.2 | 21.9 | 0.3 | 3.8 | -0.7 | 5.2 | -1.4 |
| **IE** | 3.2 | 72.9 | 2.1 | 13.8 | 10.1 | -4.2 | na | na | na | na | na | na | na | na |
| **EL** | 1.7p | 68.2 | 13.6 | 39.9 | 14.1 | -3.1 | 31.8 | -3.9 | 18.5 | -2.9 | 16.7 | -5.5 | 14.6 | -2.2 |
| **ES** | 2.2p | 73.7 | 6.4 | 34.3 | 12.4 | -3.2 | 26.1 | -2.5 | 21.5 | -0.6 | 5.4 | -1.0 | 10.7 | -4.7 |
| **FR** | 1.0p | 71.9 | 3.8 | 20.7 | 11.1 | -0.9 | 17.4 | -0.3 | 13.4 | -0.2 | 4.7 | 0.2 | 8.0 | -0.6 |
| **HR** | 1.8d | 66.3 | 3.4 | 23.4 | 13.6 | -4.5 | 24.8 | -4.3 | 19.3 | -0.7 | 8.6 | -5.1 | 11.2 | -3.2 |
| **IT** | 0.9 | 65.6 | 6.2 | 32.2 | 19.2 | -2.2 | 27.3 | -1.4 | 20.3 | 0.4 | 8.5 | -3.0 | 11.3 | -0.4 |
| **CY** | 4.1p | 75.0 | 2.7 | 20.2 | 13.2 | -2.1 | 23.9 | -5.0 | 15.4 | -0.8 | 10.2 | -5.2 | 8.6 | -2.3 |
| **LV** | 1.6 | 77.7 | 3.1 | 12.2 | 7.8 | -2.7 | 28.4 | -2.5 | 23.3 | 0.8 | 9.5 | -6.9 | 7.6 | -0.2 |
| **LT** | 1.4 | 77.3 | 2.0 | 11.1 | 8.0 | -1.2 | 28.3 | -1.0 | 22.9 | 0.7 | 11.1 | -2.8 | 9.0 | -0.2 |
| **LU** | 3.7 | 71.1 | 1.4 | 14.1 | 5.3 | -0.9b | 21.9 | 3.4 | 18.3 | 3.0 | 1.3 | -0.7 | 8.3 | 2.6 |
| **HU** | 2.4 | 71.9 | 1.4 | 10.2 | 10.7 | -0.9b | 19.6 | -8.6 | 12.8 | -2.1 | 10.1 | -9.3 | 5.7 | -3.7 |
| **MT** | 5.4 | 74.7 | 1.1 | 9.1 | 7.3 | -3.2 | 19.0 | -4.0 | 16.8 | 0.2 | 3.0 | -5.5 | 5.5 | -3.7 |
| **NL** | 2.5p | 80.3 | 1.4 | 7.2 | 4.2 | -0.5 | 16.7 | 0.3 | 13.3 | 1.7 | 2.4 | -0.2 | 8.6 | -1.6 |
| **AT** | 1.7 | 76.8 | 1.4 | 9.4 | 6.8 | -0.7 | 17.5 | -0.8 | 14.3 | 0.4 | 2.8 | -0.8 | 7.3 | -0.9 |
| **PL** | 0.3p | 70.1 | 1.0 | 11.7 | 8.7b | -2.3b | 18.9 | -4.5 | 14.8 | -2.8 | 4.7 | -3.4 | 5.6 | -1.3 |
| **PT** | 2.3p | 75.1 | 3.1 | 20.3 | 8.4 | -2.9 | 21.6 | -5.0 | 17.3 | -2.2 | 6.0 | -3.6 | 7.2 | -3.7 |
| **RO** | 0.2p | 67.8 | 1.8 | 16.2 | 14.5 | -3.6 | 32.5 | -4.9 | 23.5 | -1.9 | 16.8 | -5.9 | 7.4 | -0.5 |
| **SI** | 3.2 | 75.0 | 2.2 | 8.8 | 6.6 | -2.9 | 16.2 | -3.0 | 13.3 | -1.0 | 3.7 | -2.1 | 5.4 | -2.0 |
| **SK** | 2.0 | 72.4 | 4.0 | 14.9 | 10.2 | -3.5 | na | na | na | na | na | na | na | na |
| **FI** | 2.6 | 77.9 | 1.6 | 17.0 | 8.5 | -2.1 | 16.5 | -0.3 | 12.0 | -0.4 | 2.8 | 0.6 | 10.8 | 0.0 |
| **SE** | 1.9 | 82.9 | 1.2 | 16.8 | 6.1 | -0.6 | 18.0 | -0.6 | 16.4 | 0.1 | 1.6 | 0.5 | 9.1 | 0.4 |
| **UK** | 1.2 | 77.9 | 1.1 | 11.3 | 10.4 | -0.7 | na | na | na | na | 4.6p | -1.5p | na | na |

Marcadores: b: Interrupção na série de dados. d: Diferenças na definição. p: Provisório.

1) Taxa de emprego para HR d: os dados sobre o emprego utilizados utilizam o conceito de "nacional", em vez do conceito de "interno". 2) Jovens que não trabalham, não estudam nem seguem uma formação para PL: alteração no método de ponderação. 3) O prazo oficial para a transmissão dos indicadores das condições de rendimento e de vida em 2018 (EU SILC) era o dia 30 de novembro de 2019, mas os dados foram extraídos em 25 de outubro de 2019.

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat