COMISSÃO
EUROPEIA

Estrasburgo, 22.11.2022
COM(2022) 781 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU, AO CONSELHO E AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU

Relatório sobre o Mecanismo de Alerta de 2023

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(2022) 381 final}

European Commission

Relatório sobre o Mecanismo de Alerta de 2023

ÍNDICE

Síntese	1
1. Contexto macroeconómico	7
2. Desequilíbrios, riscos e ajustamento: principais evoluções	15
2.1. Setor externo	15
2.2. Competitividade	22
2.3. Empresas não financeiras	29
2.4. Mercados imobiliários e dívida das famílias	35
2.5. Setor das administrações públicas	42
2.6. Setor financeiro	47
3. Secção relativa aos países	52
Anexo 1: Nota relativa aos quadros da secção relativa aos países	130
Anexo 2: Previsões e previsões a muito curto prazo dos indicadores do painel de avaliação	131
Anexo 3: Painel de avaliação do PDM	133

O presente Relatório sobre o Mecanismo de Alerta (RMA) marca o início do décimo segundo ciclo anual do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM). Este procedimento visa detetar, prevenir e corrigir desequilíbrios que prejudicam, ou são suscetíveis de prejudicar, o correto funcionamento da economia de um Estado-Membro, da União Económica e Monetária ou da União no seu todo, e solicitar 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 [artigos 1.º e 2.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011].

O RMA identifica os Estados-Membros em relação aos quais devem ser empreendidas apreciações aprofundadas (AA), a fim de determinar se estão a ser afetados por desequilíbrios que requeiram medidas estratégicas [artigo 5.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011]. Em função dos debates sobre o RMA mantidos no Parlamento Europeu e no âmbito do Conselho e do Eurogrupo, a Comissão elaborará então AA sobre os Estados-Membros em causa. As AA serão publicadas na primavera de 2023 e servirão de base para a avaliação da Comissão sobre a existência e a gravidade dos desequilíbrios macroeconómicos e para a identificação de lacunas a nível das políticas prosseguidas. O RMA inclui também uma análise das implicações a nível da área do euro dos desequilíbrios macroeconómicos dos Estados-Membros.

A análise efetuada no âmbito do RMA assenta numa interpretação económica de um painel de avaliação de indicadores selecionados, que constitui um dispositivo de filtragem para detetar indícios aparentes de eventuais riscos e vulnerabilidades. De acordo com o Regulamento (UE) n.º 1176/2011, o papel da Comissão consiste em realizar uma interpretação económica dos dados do painel de avaliação que permita uma compreensão mais profunda do contexto económico no seu conjunto e a consideração das circunstâncias específicas de cada país ([1]). O RMA baseia-se também em instrumentos analíticos e quadros de avaliação, bem como em dados adicionais publicados, nomeadamente dados obtidos no decurso do exercício ([2]).

Com base na abordagem adotada em anos anteriores, a primeira análise dos desequilíbrios no RMA é prospetiva, com vista a detetar os riscos de desequilíbrios emergentes numa fase precoce, o que pode implicar a abertura de AA caso as tendências adversas indiquem riscos elevados de acumulação de desequilíbrios. Para o efeito, o presente relatório utiliza previsões, previsões a muito curto prazo e projeções para avaliar melhor a possível evolução dos riscos para a estabilidade macroeconómica. Os valores das variáveis do painel de avaliação de 2022 e anos subsequentes foram estimados utilizando as previsões da Comissão e as previsões a muito curto prazo baseiam-se nos dados de um determinado ano (ver anexo 2 para mais pormenores). Existe uma incerteza substancial subjacente a essas previsões, sendo necessário ter isto em mente, a fim de defender os princípios da transparência em relação à análise e aos dados utilizados, bem como a prudência em relação às conclusões.

A atual abordagem do RMA é coerente com a proposta da Comissão sobre o futuro da supervisão dos desequilíbrios macroeconómicos apresentada no contexto da análise da governação económica ([3]). Em especial, visa reforçar o papel preventivo do PDM num contexto caracterizado por novos riscos. A avaliação dos desequilíbrios basear-se-ia mais na evolução dos riscos e em medidas estratégicas. O PDM reformado centrar-se-ia nas questões macroeconómicas que afetam os Estados-Membros e, ao mesmo tempo, daria maior visibilidade às dimensões dos desequilíbrios da UE e da área do euro.

([1]) Para mais informações sobre a lógica subjacente à elaboração do painel de avaliação do RMA e sobre a sua interpretação, ver Comissão Europeia (2016), «The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium» (não traduzido para português), *European Economy*, Documento Institucional 039 de novembro de 2016.

([2]) O dia 21 de outubro de 2022 foi a data-limite para os dados do painel de avaliação, ou seja, a data em que os dados foram extraídos da base de dados do Eurostat para a elaboração do presente relatório. Relativamente a quaisquer outros dados, a data-limite foi 3 de novembro de 2022.

([3]) «Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework» (não traduzido para português), Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões [COM(2022) 583 final].

SÍNTESE

O presente Relatório sobre o Mecanismo de Alerta (RMA) tem em consideração a evolução dos desequilíbrios numa altura em que a economia da UE está a passar da recuperação da pandemia de COVID-19 para um forte abrandamento do crescimento num contexto de pressões inflacionistas. No início de 2022, quase todas as economias da UE tinham compensado o declínio do PIB verificado em 2020 devido ao surto da pandemia e estavam a registar um forte crescimento, apesar de subsistirem alguns estrangulamentos do lado da oferta e da crescente escassez de mão de obra. Desde o início da guerra de agressão da Rússia contra a Ucrânia, em fevereiro de 2022, o aumento acentuado dos custos da energia resultou numa forte deterioração das perspetivas para a economia da UE. As perspetivas atuais são marcadas pela combinação da inflação elevada e da diminuição da confiança dos consumidores e dos produtores. A incerteza, associada à eventual profundidade e duração da crise energética, é elevada. A atividade económica está a diminuir e prevê-se que o crescimento se torne negativo no último trimestre de 2022. As condições de financiamento tornaram-se visivelmente mais restritivas, sobretudo fora da área do euro, à medida que as autoridades monetárias tomam medidas para fazer face às pressões inflacionistas. Fora da UE, as condições a nível mundial são marcadas por um abrandamento na China e por nervosismo nos mercados emergentes.

Antes da deterioração das condições económicas, a desalavancagem de alguns desequilíbrios de longa data que tinham aumentado durante a pandemia foi retomada, enquanto o aumento dos preços da habitação acelerou. Com a recuperação, a redução dos elevados níveis de dívida pública e privada em curso na última década em vários países foi retomada em muitos casos, mas a partir de níveis iniciais mais elevados. O reequilíbrio externo regressou lentamente. Tinha sido interrompido durante a pandemia, uma vez que as balanças correntes se deterioraram numa série de países que são grandes devedores líquidos e cujos setores do turismo são significativos, enquanto persistiram grandes excedentes da balança corrente. A dívida pública, que tinha aumentado substancialmente com a crise da COVID-19, dada a forte recessão e a necessidade de apoiar a economia, começou a moderar-se a partir de 2021. O crescimento dos preços da habitação acelerou durante a pandemia e o forte crescimento continuou durante a recuperação. Em alguns países, o forte crescimento dos salários veio agravar as preocupações quanto à competitividade em termos de custos que, em alguns casos, tinham vindo a acumular-se no período anterior à pandemia.

A interpretação económica do painel de avaliação, que reflete os resultados de 2021, baseia-se no cenário central das previsões da Comissão do outono de 2022 e na evolução da economia no decurso do exercício. Para além do cenário central, há riscos e vulnerabilidades acrescidos relacionados com a maior incerteza quanto à evolução da economia na atual conjuntura, que são abordados mais adiante. A interpretação económica conduz às seguintes conclusões temáticas:

- Em 2021, as **balanças correntes** da maioria dos Estados-Membros voltaram a aproximar-se das suas posições de 2019 anteriores à crise da COVID-19, apesar do impacto residual em alguns países com grandes setores do turismo. As balanças correntes da maioria dos países que são devedores líquidos mantiveram-se abaixo dos níveis conducentes à sua rápida correção, enquanto alguns grandes excedentes da balança corrente registaram um aumento. As grandes posições externas diminuíram, sobretudo, graças a um maior crescimento do PIB, mas continuam a ser significativas. Ao longo de 2022, registou-se uma **forte redução dos saldos**

das balanças correntes, tanto défices como excedentes, impulsionada pelos preços muito mais elevados dos produtos energéticos. Em alguns casos, estas medidas são acompanhadas de uma redução das balanças comerciais não energéticas, em que os efeitos das taxas de câmbio desempenham um papel. As medidas orçamentais destinadas a atenuar o impacto da crise energética alteram o contributo relativo das posições líquidas de financiamento do setor público e privado e contribuem para o aumento dos défices da balança corrente e para a redução dos excedentes.

- Nos últimos anos, tem sido difícil interpretar a evolução dos **custos unitários do trabalho** devido a graves perturbações na medição da produtividade, mas têm vindo a aumentar, a nível global. Em 2021, os salários aumentaram fortemente em alguns países, o que aponta para um risco de perda de **competitividade em termos de custos** na área do euro, em especial em países que já demonstravam uma pressão contínua antes dos anos da pandemia. Em alguns países, os mercados de trabalho são especialmente restritivos, o que pode dever-se, em parte, ao impacto específico da pandemia. Em 2022, os aumentos salariais aceleraram, sem contrapartida da produtividade, o que levou a uma maior pressão sobre a competitividade; no entanto, devido à inflação elevada, o rendimento real disponível das famílias está a diminuir. **As taxas de câmbio efetivas reais baseadas na inflação não registaram, até à data, uma apreciação global** na área do euro, devido à depreciação da moeda única, mas existe uma variação considerável entre os países. O impacto distinto do choque dos preços da energia na dinâmica dos preços desempenha um papel importante, impulsionado por diferenças na matriz energética, na estrutura dos mercados da energia e no apoio estatal. Verifica-se também uma variação acentuada das taxas de câmbio efetivas com base na inflação subjacente, em que os países com maiores pressões sobre os preços demonstram uma apreciação em relação à área do euro ao longo do ano em curso. No caso de países fora da área do euro, estão em curso depreciações e apreciações significativas, o que reflete, em parte, diferentes dinâmicas das taxas de câmbio nominais que, em alguns casos, mas não em todos, são impulsionadas pela orientação da política monetária.

- Em 2021, o **excedente da balança corrente da área do euro** aumentou para níveis anteriores à pandemia. Os dados obtidos no decurso do exercício demonstram uma **descida acentuada em 2022**, impulsionada principalmente pelo aumento das importações, sendo as importações de energia o fator mais significativo devido a efeitos acentuados sobre os preços. Em consequência, prevê-se que a balança corrente da área do euro diminua consideravelmente em 2022, mantendo-se globalmente inalterada em 2023, apesar de a procura real se manter estável. As variações nos custos unitários do trabalho ao longo da pandemia resultaram numa **estagnação temporária do ajustamento simétrico das posições externas na área do euro**, cumulativamente ao longo de 2020 e 2021. No seu conjunto, os aumentos foram globalmente semelhantes nos países com posições líquidas de investimento internacional altamente positivas e altamente negativas líquidas. A partir de 2022, o ajustamento simétrico deverá recomeçar e continuar ao longo do período abrangido pelas previsões, com os custos unitários do trabalho a crescerem mais fortemente em alguns países excedentários.

- Em 2021, com a retoma do crescimento económico, os rácios de **endividamento das empresas** diminuíram. As empresas caracterizam-se pelo aumento da liquidez, que atenua, em parte, os riscos imediatos associados aos volumes de dívida das empresas. No entanto, os volumes da dívida continuam a ser consideráveis em muitos Estados-Membros e, em alguns casos, superiores aos níveis anteriores à pandemia. Em 2022, está em curso a continuação da redução da dívida das empresas em percentagem do PIB, enquanto o crescimento económico continua a ser positivo no contexto da continuação dos fluxos de financiamento, mas é provável que tal seja entravado pelo difícil contexto macroeconómico. Em alguns países, os aumentos dos empréstimos não produtivos e das falências de empresas começaram em 2022.

- Em 2021, os **preços da habitação** aceleraram na maioria dos Estados-Membros, após anos de crescimento contínuo. Os preços aumentaram novamente no primeiro semestre de 2022, mas prevê-se que registem uma moderação. Os rácios da dívida das famílias retomaram a sua tendência descendente em 2021, mas permanecem elevados e superiores aos níveis anteriores à pandemia em alguns países. Embora se preveja que, em 2022, continuem a diminuir em percentagem do PIB, os encargos com juros sobre as famílias deverão aumentar. Fora da área do euro, as taxas de juro dos créditos à habitação aumentaram significativamente ao longo de 2022, enquanto na área do euro o aumento das taxas de juro é mais limitado, mas deverá prosseguir.

- Em 2021, os rácios da **dívida pública** em relação ao PIB diminuíram em quase todos os Estados-Membros, mas permanecem consideravelmente acima do seu nível de 2019 em quase todos os casos. Os défices mantiveram-se elevados, mas o forte crescimento económico exerceu um efeito descendente sobre os rácios da dívida. De um modo geral, os rácios da dívida pública diminuíram em 2022, em resultado da continuação do crescimento económico, juntamente com uma nova redução dos défices, apesar dos consideráveis pacotes de apoio às famílias e empresas relacionados com os elevados preços da energia. As perspetivas para 2023 variam consoante os países, embora com novas descidas dos rácios da dívida pública entre os países com a dívida mais elevada. Novas medidas políticas destinadas a atenuar o impacto da crise energética podem aumentar os níveis da dívida. Os custos do serviço da dívida começaram a aumentar desde 2021, num contexto de maior restritividade das condições financeiras, após anos de condições muito favoráveis. Esta situação foi mais pronunciada em países não pertencentes à área do euro, que registaram aumentos mais fortes dos seus diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas.

- O **setor bancário** está bem capitalizado e demonstrou ser resiliente ao longo da pandemia. A redução dos empréstimos não produtivos herdados do passado prosseguiu em 2021 e no decurso do exercício de 2022, mas não é possível excluir a possibilidade de desenvolvimento de ciclos viciosos. Embora a rendibilidade dos bancos tenha recuperado, permanece estruturalmente fraca e prevê-se que volte a diminuir, apesar dos aumentos das margens de taxa de juro, uma vez que a deterioração das perspetivas económicas afeta os ativos e os riscos de crédito. Em 2021, a concessão de crédito prosseguiu, mesmo após o termo das garantias públicas e uma certa restritividade macroprudencial. Prevê-se algum aumento dos empréstimos não produtivos, no contexto do impacto retardado da supressão das medidas de apoio adotadas durante a pandemia e da atual deterioração das perspetivas económicas.

Tendo em conta a conjuntura económica, existem riscos específicos que podem conduzir a desequilíbrios mais acentuados. Poderão surgir cenários mais adversos do que os descritos *supra*, resultando numa evolução mais aguda ou mais duradoura que pode prejudicar a estabilidade macroeconómica e o funcionamento das economias de um modo mais geral:

- Uma crise energética prolongada, com **custos continuamente elevados da energia**, poderá conduzir a uma recessão maior e mais prolongada, aumentando os volumes da dívida, tanto direta como indiretamente, e conduzindo a uma série de repercussões através do impacto sobre os consumidores, os trabalhadores, as empresas e o setor bancário. Os custos continuamente elevados da energia poderão resultar em défices persistentes e mais elevados da balança corrente para alguns países, exercendo pressão sobre a sua sustentabilidade externa.

- A perspetiva de uma **transformação estrutural** mais forte que se afaste da elevada dependência das energias fósseis, em especial da Rússia, é positiva, mas implica riscos e custos de ajustamento. Um afastamento das cadeias de valor em relação a empresas europeias mais afetadas, que enfrentam preços dos fatores de produção mais elevados a nível mundial, pode prejudicar a rendibilidade e conduzir a um aumento das falências de empresas, agrupadas em

setores e regiões afetados, bem como a uma queda das quotas de mercado das exportações e do crescimento potencial em países mais expostos.

- A **reavaliação dos riscos** em todo o mundo pode repercutir-se através dos mercados financeiros, conduzindo a instabilidade e ao aumento dos custos de empréstimos obtidos para mutuários privados e emitentes soberanos, eventualmente de formas idiossincráticas.

As piores condições económicas aumentaram as vulnerabilidades e os riscos associados aos desequilíbrios preexistentes. Apesar do forte abrandamento em curso da atividade, prevê-se que o crescimento nominal do PIB ajude a reduzir os rácios da dívida em 2022 e 2023, principalmente devido ao impacto da inflação. No entanto, uma atividade económica mais fraca e condições de financiamento mais restritivas aumentam os riscos associados aos elevados níveis da dívida. Um aumento dos empréstimos não produtivos e das falências constitui um risco tanto para as empresas como para as famílias. As empresas enfrentam aumentos dos custos de produção e podem ser limitadas na sua capacidade de os repercutir, num contexto em que as empresas mais vulneráveis estão agrupadas a nível setorial e geográfico. As famílias enfrentam uma redução do rendimento real disponível na maioria dos países, com aumentos salariais inferiores à inflação, mas superiores ao crescimento da produtividade. O crescimento dos preços da habitação está a ser objeto de uma correção em muitos Estados-Membros, no contexto do aumento das taxas de juro dos créditos à habitação e da pressão sobre o rendimento disponível. A continuação do forte crescimento dos preços da habitação em alguns países representaria um risco de inversão desordenada, especialmente quando acompanhado de empréstimos à habitação a taxas de juro variáveis. O *stress* das empresas e das famílias pode agravar-se mutuamente e propagar-se por toda a economia, com consequências também para o setor financeiro. Medidas adicionais de apoio às famílias vulneráveis e às empresas mais expostas transfeririam parte do custo da crise energética para o setor das administrações públicas e aumentariam a dívida pública, o que, para os países com elevados níveis iniciais de dívida e de défice, pode constituir um desafio especial, exigindo medidas específicas e soluções europeias comuns e temporárias. Concretamente, a Comissão reavaliará as necessidades no âmbito do REPowerEU. Além disso, taxas de juro mais elevadas e um crescimento mais fraco ou negativo do PIB dificultam a redução da dívida pública, especialmente para os países com uma dívida elevada, o que pode ter repercussões noutros setores, com um impacto negativo no crescimento.

À medida que o forte crescimento posterior à pandemia estagnar, podem surgir novos desequilíbrios, com um risco de efeitos divergentes sobre os preços, resultantes do choque comum do aprovisionamento. Apesar de os aumentos dos preços dos produtos de base e de o risco do aprovisionamento de gás serem um choque comum para a UE, existe uma divergência considerável no seu impacto. Embora se preveja que a inflação comece gradualmente a diminuir, quanto tal acontecer poderá haver uma mudança radical nos níveis relativos dos preços e dos custos de diferentes países, o que pode resultar em perdas de competitividade em termos de custos, cuja atenuação pode ser onerosa. Este é particularmente o caso em países da área do euro onde surgiram défices externos, embora o aumento da inflação em países com grandes excedentes da balança corrente possa facilitar o reequilíbrio no interior da área do euro. Em alguns países não pertencentes à área do euro, as depreciações monetárias podem preservar a competitividade em termos de custos, ao compensar um aumento acentuado dos custos do trabalho, mas poderão contribuir ainda mais para a inflação. Por sua vez, esta situação pode conduzir a condições de financiamento mais restritivas, enquanto as depreciações também aumentam os custos dos empréstimos externos e dos serviços da dívida.

A área do euro apresenta alguns sinais de reequilíbrio a curto prazo, mas o seu desempenho global futuro exige a continuação de uma estreita coordenação das respostas políticas. Uma parte do reequilíbrio na área do euro é apoiada por uma evolução mais forte dos custos unitários do trabalho em alguns países que são credores líquidos. A recente

dinâmica da balança corrente, resultante do choque externo adverso, é também, em geral, favorável a um reequilíbrio, num contexto em que os países que são credores líquidos registam reduções superiores nos seus grandes excedentes. As diferenças na magnitude das intervenções políticas destinadas a atenuar o impacto dos elevados preços da energia e que transferem os encargos da crise energética entre os setores empresarial, das famílias e público, bem como a prevalência de medidas de preços não específicas, constituem uma preocupação. O tipo e a composição destas medidas, em termos da forma como afetam a procura e os preços da energia, bem como dos seus efeitos nas empresas e nas famílias, podem implicar repercussões para o resto da área do euro e comprometer as condições de concorrência equitativas, o que exige que essas medidas sejam específicas e temporárias. A descoordenação das medidas políticas pode resultar numa maior divergência, impedindo a transmissão monetária e amplificando o impacto heterogéneo da crise energética.

A análise apresentada no presente RMA aponta para a necessidade de acompanhar de perto a evolução e os riscos relacionados com tendências comuns, que afetam tanto os Estados-Membros que têm desequilíbrios preexistentes como aqueles que apresentam vulnerabilidades recentes. As consequências da guerra da Rússia contra a Ucrânia, juntamente com as pressões inflacionistas e as restrições do lado da oferta a nível mundial, constituem choques comuns que podem implicar riscos para a estabilidade macroeconómica e para o funcionamento da economia da UE no seu conjunto e da área do euro em particular. Dada a sua natureza comum, devem ser tidos em consideração num quadro comum, a fim de contextualizar qualquer análise específica por país.

No âmbito da base analítica das próximas AA específicas por país, os serviços da Comissão realizarão avaliações temáticas aprofundadas sobre três questões de importância fundamental na atual conjuntura. Estas avaliações abrangerão questões comuns a vários Estados-Membros. Identificarão fatores comuns pertinentes para a análise específica por país e centrar-se-ão mais pormenorizadamente nos países avaliados no presente RMA como os mais afetados por essas questões. As avaliações serão igualmente apresentadas ao Comité de Política Económica no início de 2023 e os Estados-Membros pertinentes serão convidados a contribuir para o debate, o que servirá de base às AA específicas por país no pacote da primavera do Semestre Europeu. Serão elaboradas as seguintes notas temáticas:

- uma nota temática aprofundada sobre a **evolução do mercado da habitação** analisará os riscos e os fatores associados à evolução dos preços da habitação, aos mercados de crédito à habitação e à dívida das famílias. A nota centrar-se-á na Alemanha, na Chéquia, na Eslováquia, na Estónia, na Hungria, na Letónia, na Lituânia, no Luxemburgo, nos Países Baixos, em Portugal e na Suécia,

- uma nota temática aprofundada sobre a **dinâmica concorrencial** avaliará a extensão e o impacto da repercussão dos custos da energia na inflação, bem como a evolução dos salários. A nota centrar-se-á na Chéquia, na Eslováquia, na Estónia, na Hungria, na Letónia, na Lituânia e na Roménia,

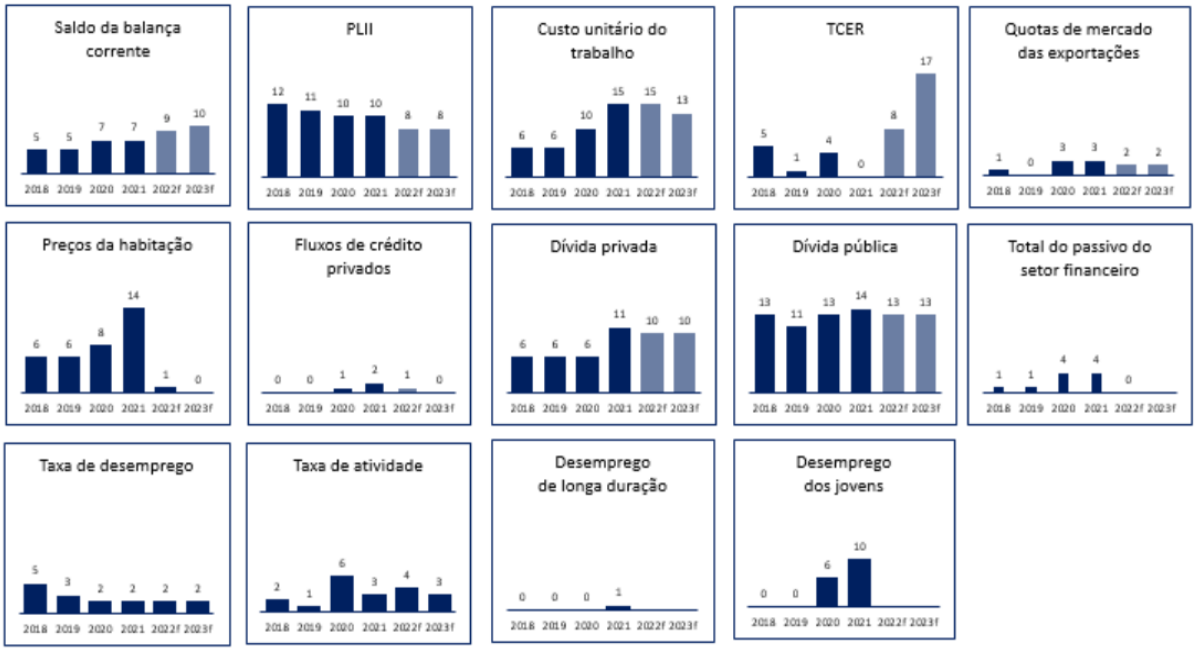
- uma nota temática aprofundada sobre **a sustentabilidade e as balanças externas** analisará a redução das balanças comerciais no âmbito de uma abordagem horizontal. A nota centrar-se-á em Chipre, na Grécia, na Alemanha, na Hungria, na Letónia, na Lituânia, nos Países Baixos, em Portugal, na Roménia e na Eslováquia.

Com base na avaliação constante do RMA, as AA abrangerão também preocupações adicionais e questões específicas por país, o que incluirá o impacto da atual evolução dos desequilíbrios identificados nas AA de 2022 (**Alemanha, Chipre, Espanha, França, Grécia, Itália, Países Baixos, Portugal, Roménia** e **Suécia**).

O presente RMA conclui que se justifica a realização de AA para os Estados-Membros com desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos existentes. Relativamente aos Estados-Membros que tenham sido identificados como apresentando desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos, as AA de 2023 avaliarão se esses desequilíbrios se estão a agravar, a ser corrigidos ou se foram corrigidos, tendo em vista atualizar as avaliações anteriores, bem como avaliar as eventuais necessidades políticas remanescentes. Será o caso dos seguintes países: **Alemanha, Chipre, Espanha, França, Grécia, Itália, Países Baixos, Portugal, Roménia** e **Suécia**.

Além disso, serão realizadas AA para os Estados-Membros com riscos específicos de novos desequilíbrios. As AA basear-se-ão nas notas temáticas aprofundadas da avaliação, que constituirão o contexto da análise. O RMA conclui que se justifica a realização de AA igualmente para **a Chéquia, a Eslováquia, a Estónia, a Hungria, a Letónia, a Lituânia e o Luxemburgo**, que não foram objeto de AA no ciclo anterior, mas que podem, eventualmente, estar sujeitos a riscos específicos de desequilíbrios macroeconómicos.

Gráfico 1:**Número de Estados-Membros cujos indicadores do painel de avaliação se situam além dos limiares**

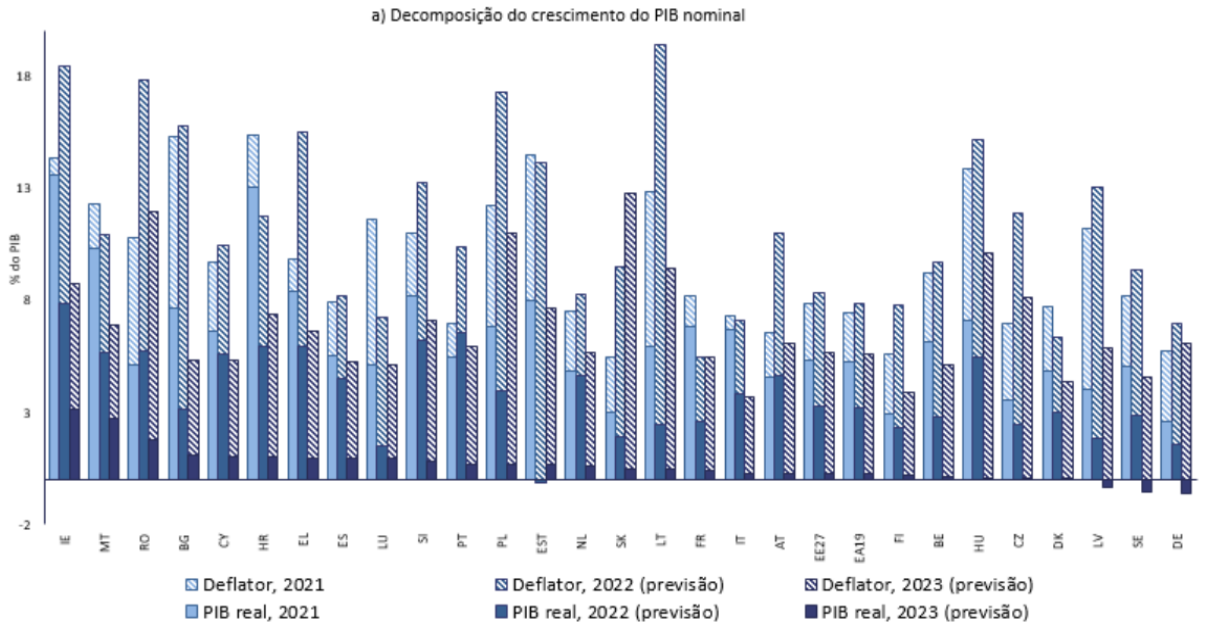


O número de Estados-Membros cujos indicadores do painel de avaliação se situam além dos limiares relevantes num determinado ano baseia-se na versão do painel de avaliação publicada com o respetivo RMA anual. As eventuais revisões *ex post* dos dados podem implicar uma diferença no número de valores que ultrapassam os limiares calculados com base nos valores mais recentes para os indicadores do painel de avaliação, relativamente ao indicado no gráfico acima. Por exemplo, o aumento do número de Estados-Membros com níveis da balança corrente fora dos limiares entre 2019 e 2020, tal como observado no gráfico acima, deve-se principalmente a revisões dos dados. As previsões relativas aos passivos do setor financeiro são realizadas apenas para 2022; não são realizadas previsões para o desemprego de longa duração nem para o desemprego dos jovens.
Fonte: Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão (ver o anexo 2).

1. CONTEXTO MACROECONÓMICO

Na sequência da invasão da Ucrânia pela Rússia, a economia da UE encontra-se num ponto de viragem, passando de uma recuperação da pandemia de COVID-19 para um abrandamento do crescimento num contexto de pressões inflacionistas. No início de 2022, quase todas as economias da UE tinham compensado o declínio do PIB registado com a pandemia em 2020 e estavam a crescer fortemente. Com a invasão da Ucrânia pela Rússia, em fevereiro de 2022, as perspetivas para a economia da UE alteraram-se significativamente. De acordo com as previsões da Comissão do outono de 2022, o crescimento real na UE deverá diminuir de 5,4 % em 2021 para 3,3 % em 2022 e 0,3 % em 2023, com um sólido crescimento do produto no primeiro semestre de 2022, ocultando a deterioração que está em curso no ano em curso (gráfico 1.1) ([4]). Em setembro de 2022, a inflação atingiu um novo recorde de 10,9 % numa base anual na UE, em comparação com uma taxa de inflação anterior à pandemia inferior a 2 %. Só na área do euro, a inflação atingiu um máximo histórico de 10,7 % em outubro. Prevê-se que os países da UE que dependem mais do gás como fonte de energia sejam mais afetados pelo choque recente (gráfico 1.2 b). A confiança dos consumidores e dos produtores diminuiu num contexto de elevada incerteza. As condições de financiamento tornaram-se visivelmente mais difíceis, uma vez que as autoridades monetárias começaram a reforçar a sua política para fazer face às elevadas pressões inflacionistas, que deverão permanecer relativamente elevadas em 2023.

Gráfico 1.1: **Abrandamento do PIB**



Fonte: Eurostat e base de dados Ameco. Países ordenados por previsões de crescimento do PIB real para 2023.

([4]) Comissão Europeia (2022), *European Economic Forecast, Autumn 2022* (não traduzido para português), Documento Institucional 187 de novembro de 2022. A partir de 2022, os valores anuais correspondem às previsões da Comissão Europeia.

A escalada dos preços da energia tem sido o principal motor da inflação, mas vários outros fatores alargaram as pressões globais sobre os preços. A rápida recuperação mundial na sequência da primeira vaga da pandemia provocou um aumento da procura e dos preços da energia e de outros produtos de base. Esta foi a primeira fase do aumento da inflação da energia ([5]). Na UE, esta situação conjugou-se com a pressão da procura, decorrente do consumo não satisfeito e da utilização das elevadas poupanças das famílias acumuladas durante a fase aguda da pandemia, o que conduziu a uma rápida expansão da procura interna após a atenuação das restrições ([6]). O estímulo orçamental continuou também a apoiar a procura na UE, para além do período agudo do início da pandemia. Esta pressão sobre a procura foi acompanhada de estrangulamentos efetivos do lado da oferta, que exerceram uma pressão ascendente sobre os preços dos produtos da indústria transformadora. Após a invasão da Ucrânia pela Rússia, em fevereiro de 2022, a perturbação do fornecimento de gás russo à Europa levou à escalada dos preços da energia, o que fez deles os principais motores da inflação medida pelo IHPC (gráfico 1.2 a).

A evolução do rendimento das famílias ao longo da pandemia abriu caminho a uma forte recuperação quando as restrições foram suprimidas e as condições do mercado de trabalho começaram a tornar-se mais restritivas em alguns países e setores. Em 2020 e 2021, uma série de medidas políticas, incluindo medidas de apoio ao emprego, protegeu os rendimentos das famílias. Em consequência, o rendimento real disponível das famílias cresceu entre 2019 e 2021 na maioria dos países da UE, embora com variações significativas. Paralelamente, em muitos países, as famílias acumularam poupanças líquidas durante a pandemia, com a redução das oportunidades de consumo a desempenhar um papel. O facto de o rendimento disponível ter registado maiores aumentos ao longo de 2021 permitiu às famílias resistir a subidas mais generalizadas dos preços sem uma redução da procura, o que, por sua vez, permitiu que algumas empresas não financeiras preservassem, ou até reforçassem, os lucros neste período ([7]). É provável que este efeito diminua, uma vez que se prevê a descida do rendimento disponível bruto real na maioria dos países da UE em 2022 (ver secção 2.4). Embora o desemprego tenha sido estabilizado por medidas políticas, a folga global no mercado de trabalho aumentou ao longo de 2020. Desde então, tem vindo a diminuir com a recuperação da procura e o acentuado aumento das ofertas de emprego em 2021 ([8]). A tendência a mais longo prazo de redução das populações em idade ativa devido ao envelhecimento e às alterações das tendências migratórias também pode ter contribuído para uma maior restrição dos mercados de trabalho em vários países da UE. A folga no mercado de trabalho no segundo trimestre de 2022 foi baixa em vários países da UE que comunicaram uma elevada inflação subjacente (gráfico 1.2 d).

Apesar das amplas medidas políticas destinadas a conter os preços da energia, estas são a fonte de uma importante pressão económica e incerteza. O aumento dos preços da

([5]) Ver C. Buelens e V. Zdarek (2022), «Euro area inflation shaped by two years of COVID-19 pandemic» (não traduzido para português), *Quarterly Report on the Euro Area (QREA)*, Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (DG ECFIN), Comissão Europeia, vol. 21(1), páginas 7-20, para uma análise da inflação na área do euro antes da agressão militar da Rússia contra a Ucrânia.

([6]) Ver também R. Reis (2022), «The Burst of High Inflation in 2021-22: How and Why Did We Get Here?» (não traduzido para português), CEPR *Discussion Papers* SP17514, para um debate sobre o papel da rápida recuperação no aumento da inflação.

([7]) Ver também banco nacional checo (2022), *Monetary Policy Report — Summer 2022* (não traduzido para português), caixa 1.

([8]) De acordo com o Eurostat, a folga no mercado de trabalho refere-se à soma de todas as necessidades de emprego não satisfeitas e inclui quatro grupos: 1) pessoas desempregadas, conforme definidas pela Organização Internacional do Trabalho (OIT); 2) trabalhadores a tempo parcial subempregados (ou seja, trabalhadores a tempo parcial que querem trabalhar mais); 3) pessoas disponíveis para trabalhar, mas que não procuram trabalho; e 4) pessoas que procuram trabalho, mas que não estão imediatamente disponíveis.

energia representa um choque nos termos de troca que impõe custos à economia da UE. Em toda a UE, os governos têm procurado limitar os encargos decorrentes do aumento dos preços da energia para as empresas e as famílias através da redistribuição dos encargos, mas não podem eliminar o impacto económico global. As medidas variam significativamente de país para país, desde o congelamento de preços e o desagravamento fiscal até aos regimes de apoio ao rendimento, e está a ser analisada a possibilidade de um maior apoio. Estas medidas não podem compensar plenamente o impacto total dos aumentos dos preços da energia sobre as famílias e empresas, que enfrentam custos muito mais elevados, embora com grandes variações em função do seu consumo de energia e da exposição a preços de retalho mais elevados. A própria inflação dos preços da eletricidade variou em toda a UE, não só devido a políticas governamentais, mas também em resultado da matriz energética e dos acordos contratuais dos países, bem como da repercussão conexa dos preços grossistas da eletricidade nos preços de retalho. Representa uma alteração importante dos custos e dos preços relativos que pode resultar em mudanças estruturais significativas e duradouras nos setores e países, em função da sua duração e intensidade.

As fortes pressões inflacionistas alargaram-se para lá da energia, o que acarreta o risco de as divergências a nível da inflação se enraizarem. Em 2022, a inflação subjacente aumentou significativamente em todos os países da UE e da área do euro, com algum alargamento a refletir o efeito indireto do aumento dos preços da energia. Existem grandes diferenças entre os países na inflação subjacente de 2022, que varia de 2,8 % a 11,5 % entre os países da UE e de 2,8 % a 9,8 % na área do euro. A heterogeneidade da resposta política ao choque dos preços da energia reflete-se em várias medidas da inflação, incluindo os deflatores do comércio e o deflator do PIB. Embora a repercussão da inflação dos preços da energia desempenhe um papel, outros fatores podem ser significativos, como os estrangulamentos do lado da oferta e a procura residual não satisfeita. Ainda não são visíveis os efeitos indiretos decorrentes de um aumento dos custos salariais, mas podem estar a desenvolver-se em alguns países da UE. Os preços da habitação aumentaram para níveis muito elevados, impulsionados por restrições de longa data em matéria de oferta, e a continuação da sua subida, apesar do aumento dos custos de financiamento, poderá constituir um novo impulso à inflação ao longo do tempo.

Os estrangulamentos na cadeia de abastecimento podem estar a diminuir, mas continuam a restringir a oferta em vários setores. Continuam a verificar-se pressões resultantes de perturbações na cadeia de abastecimento ainda em 2022, embora estas pressões possam estar a diminuir em alguns setores ([9]). Os dados de janeiro/fevereiro de 2022 relativos aos índices de gestores de compras (IGC) para os prazos de entrega dos fornecedores e a análise dos fatores dinâmicos, incluindo outros indicadores (trabalho em atraso, rácio entre as encomendas e as existências, preços intermédios dos meios de produção e custos de transporte), sugerem que as pressões na cadeia de abastecimento, embora ainda sejam historicamente elevadas, atingiram um pico e começaram a diminuir na UE. O IGC de outubro de 2022 continua a indicar uma queda dos prazos de entrega e da procura, que atenua os estrangulamentos do lado da oferta ([10]). No entanto, eventuais perturbações relacionadas com a guerra na Ucrânia podem conduzir a um retrocesso. Os preços crescentes da energia, combinados com tensões geopolíticas mais vastas, estão a causar perturbações significativas em setores fundamentais, como as indústrias com utilização intensiva de energia, e a limitar o seu acesso a matérias-primas essenciais. Dependendo da participação na cadeia de abastecimento, esta evolução pode também conduzir a diferentes evoluções da inflação subjacente em toda a UE.

([9]) https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.pt.html.

([10]) https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html.

Apesar do aumento dos custos unitários do trabalho em vários países, os salários nominais não estão, de um modo geral, a acompanhar a inflação, o que resulta numa redução do poder de compra. Em 2022, a remuneração por trabalhador deverá crescer 4,2 % ([11]) na área do euro e a produtividade do trabalho 1,2 %, conduzindo a um aumento de 3 % dos custos unitários do trabalho. Todavia, a evolução dos custos unitários do trabalho variou de país para país (gráfico 1.2 e). Não se prevê que os salários nominais acompanhem a inflação. Embora esta situação contribua para proteger as empresas de um novo aumento dos custos de produção e preserve o emprego, implica uma perda de poder de compra para as famílias. A perda de poder de compra afeta a procura e aumenta o risco de *stress* no balanço para as famílias vulneráveis.

A política monetária começou a normalizar-se, aumentando os custos de financiamento e levando a correções dos preços dos ativos. Em julho, o BCE acompanhou a sua redução dos volumes de compra de ativos com um novo passo na sua trajetória de normalização das políticas, aumentando as três taxas diretoras em 50 pontos de base, assinalando uma maior normalização e aprovando o Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT). Em setembro e outubro, registaram-se novos aumentos das taxas diretoras. Os custos de financiamento mais elevados para os bancos passaram parcialmente para taxas ativas dos bancos mais elevadas, em especial para as famílias, ao passo que, em alguns casos, os preços dos ativos se ajustaram em baixa. Na área do euro, as normas de crédito tornaram-se mais restritivas para todas as categorias de empréstimos no segundo trimestre de 2022 e continuaram a ser mais restritivas no terceiro trimestre, devido a preocupações quanto aos riscos que os mutuários enfrentam numa conjuntura macroeconómica incerta. As taxas de rendibilidade de dívida pública da área do euro foram voláteis e aumentaram acentuadamente em 2022, embora se preveja que o risco de diferenciais significativos das taxas de juro nominais entre os países da área do euro seja atenuado pela introdução do IPT. As condições monetárias também se tornaram mais restritivas nos Estados-Membros não pertencentes à área do euro, uma vez que os bancos centrais da UE não pertencentes à área do euro restringiram a sua orientação das políticas no contexto de uma inflação elevada, conduzindo a um aumento dos custos de financiamento para os setores público e privado.

A taxa de câmbio efetiva nominal do euro enfraqueceu e as variações nas moedas da UE não pertencentes à área do euro foram díspares. Em 2022, o euro registou uma volatilidade considerável face ao dólar, mas a pressão tem sido no sentido da depreciação do euro, uma vez que o banco central dos EUA endureceu a política monetária mais rapidamente do que o BCE. O euro está igualmente exposto a riscos geopolíticos e económicos relacionados com a guerra na Ucrânia que são específicos da UE, enquanto o dólar beneficia de fluxos de procura de ativos seguros, como acontece normalmente em tempos de incerteza. Tendo em conta as diferentes exposições dos Estados-Membros da área do euro aos fluxos comerciais e financeiros extra-UE, a evolução do euro, por si só, representa choques assimétricos suscetíveis de conduzir a evoluções diferentes das taxas de câmbio efetivas nominais (TCEN), facto documentado na literatura ([12]). Entre as moedas não pertencentes à área do euro da UE, a coroa checa registou uma apreciação significativa num contexto de acentuada restritividade da política monetária, aliada à intervenção na taxa de câmbio (gráfico 1.2 c). O zlóti polaco e, em especial, o forinte húngaro têm seguido uma tendência de depreciação contínua, apesar da restritividade monetária interna. Em março de 2022, as moedas de ambos os países registaram uma forte depreciação, num contexto de maior incerteza na sequência da agressão russa contra a Ucrânia e de uma maior restritividade

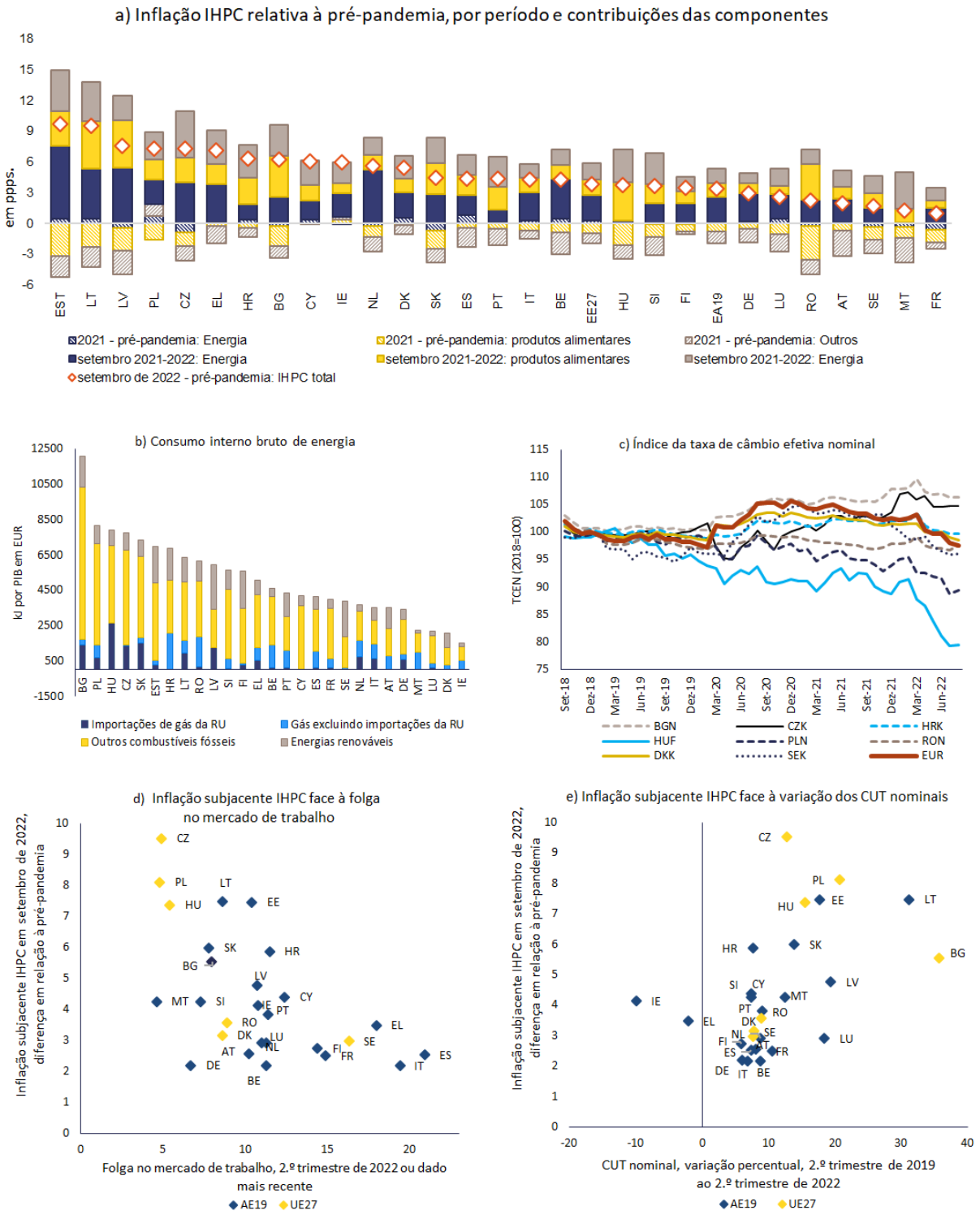
([11]) Os trabalhadores que regressam ao trabalho na sequência de regimes de manutenção de postos de trabalho, que receberam transferências diretas e não salários, aumentam os custos unitários do trabalho estimados devido à alteração da sua remuneração.

([12]) Ver P. Honohan e P.R. Lane (2003), «Divergent inflation rates in EMU» (não traduzido para português), *Economic Policy*, 18(37), 357-394; e I. Angeloni e M. Ehrmann (2007), «Euro area inflation differentials» (não traduzido para português), *The BE Journal of Macroeconomics*, 7(1).

das condições financeiras mundiais. A Croácia tomou medidas no sentido de continuar a estabilizar a sua moeda em relação ao euro, enquanto a Dinamarca manteve a sua indexação ao euro de longa data e a Bulgária explora um fundo de estabilização cambial baseado no euro. Após mais de dois anos de participação da kuna no MTC II sem fricções, a Croácia deverá aderir à área do euro em janeiro de 2023 ([13]). A coroa sueca depreciou-se ao longo do ano passado, apesar da restritividade em curso da política monetária.

([13]) A taxa de conversão definida pelo Conselho é de 7,53450 HKR/EUR. Regulamento (UE) 2022/1208 do Conselho, de 12 de julho de 2022, que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98 no respeitante à taxa de conversão do euro para a Croácia.

Gráfico 1.2: **Contexto macroeconómico**



(1) A inflação anterior à pandemia corresponde à taxa de variação média anual registada durante o período 2017-2019 para o índice IHPC. A inflação subjacente para setembro de 2022 é calculada como a média do índice IHPC excluindo energia, produtos alimentares, álcool e tabaco durante esse período, em comparação com a média no mesmo período de 2021.
Fonte: Eurostat e Ameco.

Caixa 1.1: Evolução do emprego e da situação social

Antes da agressão militar da Rússia contra a Ucrânia, verificou-se uma recuperação robusta do mercado de trabalho na UE. A forte recuperação económica que se seguiu à recessão causada pela COVID-19 foi acompanhada de uma forte criação de emprego e de uma diminuição do desemprego (gráfico 1.3 a). A taxa de desemprego na UE (15-74 anos) atingiu 6,4 % no final de 2021 e continuou a diminuir em 2022, atingindo 6 % em agosto e setembro, as taxas mais baixas desde há mais de duas décadas. As condições gerais do mercado de trabalho continuaram a melhorar até 2022, impulsionadas pela abertura total das economias, pela melhoria da situação epidemiológica, pelo efeito da procura não satisfeita e pela boa época turística na sequência da facilitação da mobilidade. No entanto, o emprego na indústria transformadora continuou estagnado. Associada a um rápido aumento da procura, a escassez de mão de obra atingiu novos níveis elevados e, embora tenha surgido escassez em vários setores, aumentou mais nos serviços do que na indústria transformadora. O crescimento do emprego esteve próximo de 1,5 %, tendo a taxa de emprego da UE (20-64 anos) atingido 74,1 % no quarto trimestre de 2021, embora tenha permanecido 2 pontos percentuais abaixo dos níveis anteriores à pandemia na indústria transformadora. Em contrapartida, a criação de emprego foi bastante robusta em serviços com menor intensidade de contacto (como a saúde, a administração pública e as TIC) e na construção (gráfico 1.3 b).

O mercado de trabalho deverá abrandar, tendo em conta a deterioração das perspetivas económicas. Em 2022, o mercado de trabalho manteve-se resiliente devido aos efeitos ainda positivos da recuperação que se seguiu à reabertura da economia após o confinamento. No entanto, o aumento dos preços da energia representa também um risco importante para o mercado de trabalho no futuro. Embora o custo mais elevado da energia seja fortemente sentido pelos setores mais dependentes da energia, tem repercussões em quase todos os setores. O impacto sobre o emprego de um choque nos preços do gás pode variar de país para país em função da sua competitividade. As estimativas econométricas sugerem que um aumento de 10 % dos preços do gás natural poderá reduzir a produção em 0,6 % após dois anos, enquanto o emprego diminuiria 0,3 % e os salários reais 0,2 % ([14]). O impacto sobre o emprego pode ser atenuado por uma redução das horas trabalhadas por pessoa empregada. Os serviços poderão contribuir mais para o aumento do desemprego do que a indústria transformadora, pois a retenção de mão de obra é mais comum nesta última, ao passo que o emprego é mais reativo ao longo do ciclo económico nos serviços, que tem uma percentagem relativamente mais elevada de trabalhadores temporários ([15]).

- Em comparação com o valor anual de 2021, no segundo trimestre de 2022, a taxa de desemprego diminuiu em todos os países, nomeadamente na Grécia (–2,5 pontos percentuais), em Espanha (–2,3 pontos percentuais), na Irlanda (–1,9 pontos percentuais), na Áustria (–1,8 pontos percentuais) e na Lituânia (–1,6 pontos percentuais). A diferença entre a taxa de desemprego mais elevada em Espanha (12,5 %) e a mais baixa na Chéquia (2,4 %) caiu para 10,1 pontos percentuais, a diferença mais baixa desde outubro de 2008.

- Em 2021, em quase todos os Estados-Membros, as taxas de emprego (20-64) recuperaram rapidamente e ultrapassaram os níveis anteriores à pandemia. Entre 2020 e 2021, os maiores aumentos foram registados na Grécia (4,3 pontos percentuais), na Irlanda (2,8 pontos percentuais), na Polónia (2,7 pontos percentuais), em Espanha (2 pontos percentuais) e no

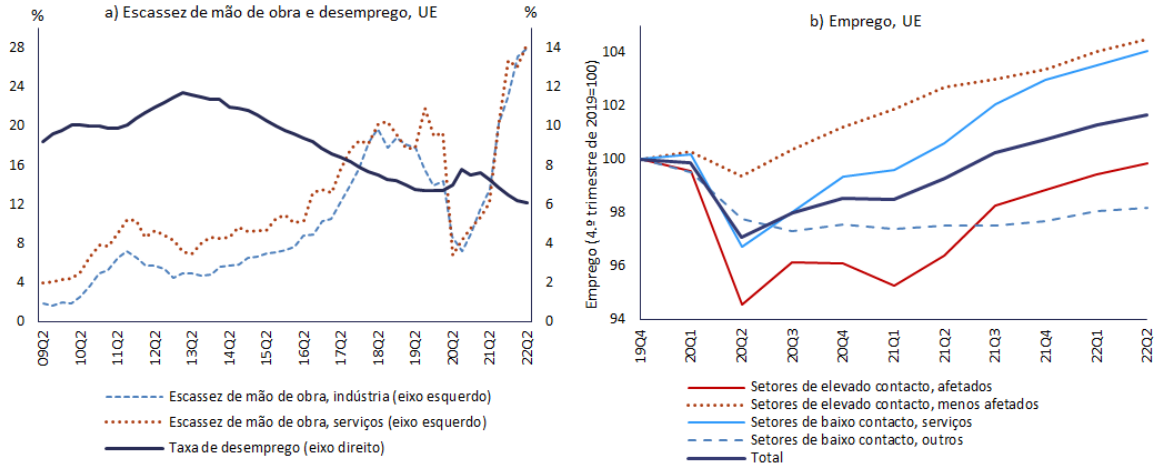
([14]) Para um debate mais aprofundado, ver relatório de 2022 da Comissão Europeia sobre a evolução do mercado de trabalho e dos salários na Europa (a publicar).

([15]) Durante a recessão causada pela COVID-19, a diminuição do total de horas trabalhadas por trabalhadores temporários deveu-se principalmente à perda de postos de trabalho, ao passo que no caso dos trabalhadores permanentes resultou de uma diminuição das horas por trabalhador.

Luxemburgo (2 pontos percentuais). A taxa de emprego diminuiu apenas na Letónia (–1,6 pontos percentuais). No primeiro semestre de 2022, a taxa de emprego continuou a aumentar em todos os países, nomeadamente na Irlanda (+3,6 pontos percentuais, em média, no primeiro semestre de 2022, em comparação com o valor anual de 2021) e na Grécia (+3,8 pontos percentuais, em média, no primeiro semestre de 2022, em comparação com o valor anual de 2021).

- No segundo trimestre de 2022, o emprego na indústria transformadora manteve-se bastante abaixo dos níveis anteriores à pandemia em alguns Estados-Membros, incluindo Bulgária, Roménia, Espanha, Polónia, Eslováquia e Alemanha.

Gráfico 1.3: **Emprego, desemprego e escassez de mão de obra**



Notas: (1) Setores de elevado contacto afetados: comércio por grosso e a retalho; transportes, alojamento, artes e atividades das famílias. Setores de elevado contacto menos afetados: construção, administração pública, saúde e educação. Serviços de baixo contacto: informação e comunicação, setor financeiro, atividades profissionais e imobiliário. Outros setores de baixo contacto: indústria transformadora, exploração mineira, água e agricultura.
Fonte: serviços da Comissão Europeia

2. DESEQUILÍBRIOS, RISCOS E AJUSTAMENTO: PRINCIPAIS EVOLUÇÕES

2.1. SETOR EXTERNO

Em 2021, as balanças correntes da maioria dos Estados-Membros apresentaram variações pequenas ou moderadas, que muitas vezes apenas inverteram parcialmente as alterações de há um ano. Em especial, a recuperação das balanças de viagens contribuiu para uma melhoria parcial das balanças correntes em alguns países que são grandes devedores líquidos. Apesar da melhoria, em 2021 as balanças correntes de alguns destes países da UE mantiveram-se num défice elevado e as suas posições líquidas de investimento internacional (PLII) continuaram profundamente negativas. Ao mesmo tempo, aumentaram alguns grandes excedentes da balança corrente, aproximando-se dos respetivos níveis de 2019, após uma ligeira descida em 2020. De um modo geral, os elevados excedentes da balança corrente de alguns países continuaram a ultrapassar significativamente o que é possível explicar pelos indicadores fundamentais ([16]). Alguns outros países registaram pequenas reduções e, em alguns casos, as balanças situaram-se consideravelmente abaixo das registadas em 2019 (gráfico 2.1.1 a).

Os saldos das balanças correntes estão a diminuir acentuadamente em 2022, impulsionados principalmente pelos elevados preços da energia (gráfico 2.1.1 a). Os dois fatores impulsionadores mais importantes subjacentes às variações das balanças correntes em 2021 e 2022, até à data, foram a balança comercial da energia mais baixa ([17]) e, em sentido oposto, a recuperação das viagens internacionais. A recuperação no setor do turismo beneficia principalmente os países que são devedores líquidos, mas continua a ser parcial; a maioria dos países que dependem fortemente das exportações de serviços turísticos ainda apresenta balanças de viagens abaixo do seu nível anterior à pandemia, embora ainda não estejam disponíveis dados relativos à principal época turística para o terceiro trimestre de 2022. Além disso, a melhoria das balanças de viagens é frequentemente ultrapassada pelo impacto dos elevados preços da energia, que afetam quase todos os países (gráficos 2.1.3 d e e). Em 2022, para uma série de países, está também em curso uma deterioração significativa das balanças comerciais não energéticas. Em alguns casos, esta situação é impulsionada por uma procura interna resiliente. O efeito global é uma forte descida das balanças correntes em 2022 e alguns países com excedentes em anos anteriores registam défices. As previsões para 2023 indicam alguns aumentos ligeiros nas

([16]) As balanças correntes correspondentes aos indicadores económicos fundamentais («normas da balança corrente») são obtidas a partir de regressões de forma reduzida 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. Ver L. Coutinho *et al.* (2018), «Methodologies for the assessment of current account benchmarks» (não traduzido para português), *European Economy*, Documento de Discussão 86/2018, para uma descrição da metodologia de cálculo das balanças correntes correspondentes aos indicadores fundamentais utilizada no presente RMA; a metodologia é semelhante à utilizada em S. Phillips *et al.* (2013), «The External Balance Assessment (EBA) Methodology» (não traduzido para português), Documento de Trabalho do FMI 13/272.

([17]) O balanço energético corresponde à balança comercial de mercadorias na rubrica «3 — Combustíveis minerais, lubrificantes e produtos conexos» da Classificação Tipo para o Comércio Internacional (CTCI).

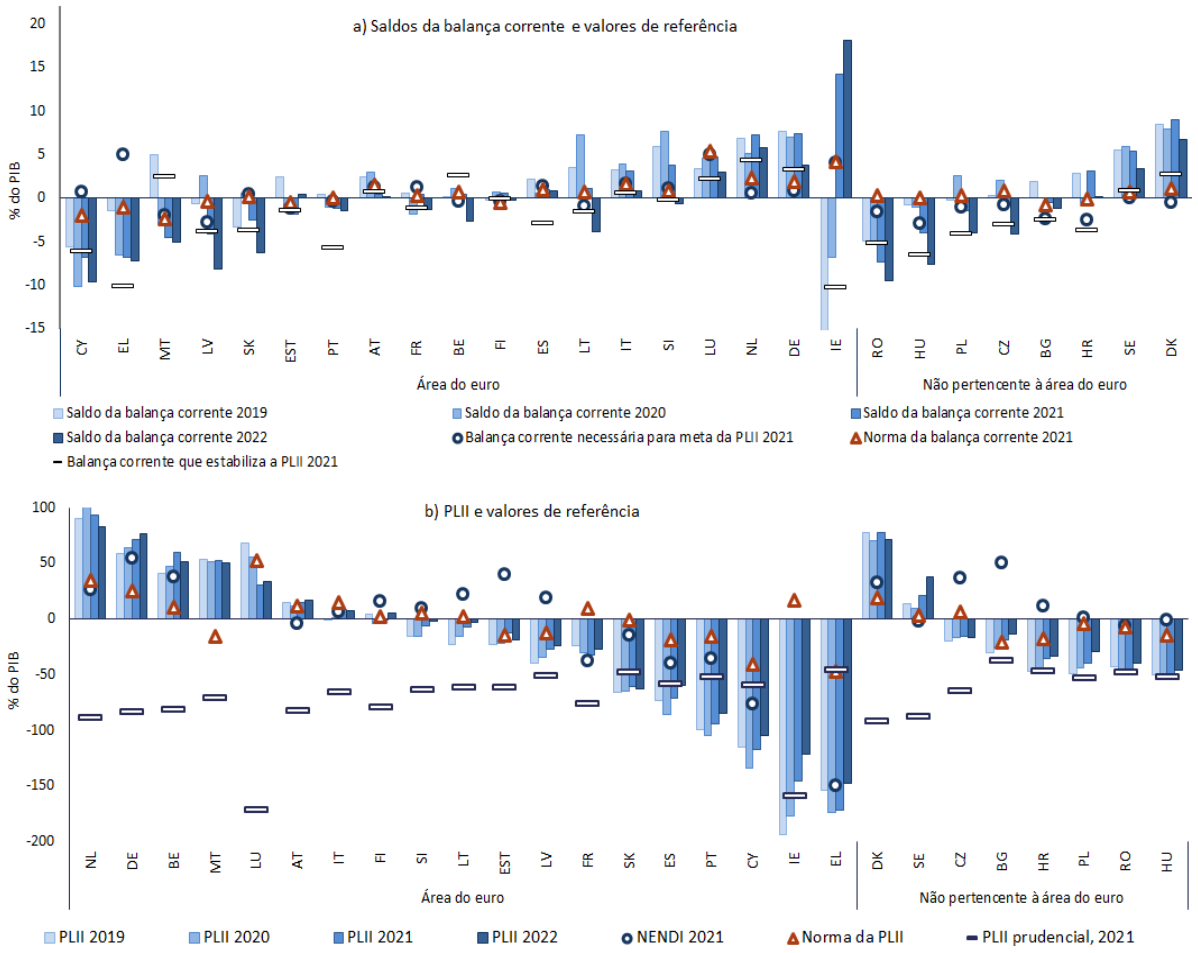
balanças correntes para muitos países da UE, mas não para todos. Contudo, muitas vezes são claramente inferiores às deteriorações registadas em 2022.

O forte crescimento do PIB nominal em 2021 ajudou a reduzir as posições líquidas de investimento internacional, tanto negativas como positivas. Em 2021, o forte efeito do denominador, em virtude de uma recuperação acentuada do crescimento económico, reduziu, mas nem sempre anulou totalmente, a dispersão nas PLII que ocorreu em 2020 (gráfico 2.1.1 b e gráfico 2.1.3 a). Este padrão prosseguiu em 2022, com os rácios PLII/PIB de países que são grandes devedores líquidos a registarem, muitas vezes, novas melhorias consideráveis, embora a maioria se mantenha abaixo dos níveis prudenciais de PLII ([18]). Para a maioria destes países que são devedores líquidos, os resultados recentes da balança corrente são inferiores aos níveis conducentes à rápida correção dos seus volumes negativos, tal como registados pela balança corrente necessária para atingir uma meta específica de PLII, ainda que apenas ligeiramente no caso de Espanha e Portugal (gráficos 2.1.1 a e b). Em contrapartida, as PLII de vários países que são credores líquidos permaneceram consideravelmente mais elevadas do que o sugerido pelos indicadores económicos fundamentais.

Numa perspetiva setorial, as posições de financiamento líquido das famílias estão a diminuir em 2022, em resultado da redução do poder de compra. Em 2021, as posições de capacidade/necessidade líquida de financiamento na maioria dos Estados-Membros caracterizaram-se por uma necessidade líquida de financiamento das administrações públicas e por uma capacidade líquida de financiamento positiva do setor privado, tanto das famílias como das empresas (gráfico 2.1.3 b). Verificou-se uma ligeira inversão do apoio orçamental excecional prosseguido em 2020 para atenuar a crise pandémica, compensando amplamente uma pequena descida das posições líquidas de financiamento do setor privado. Em 2022, o apoio orçamental deverá manter-se em vigor, mesmo prevendo que a maioria dos Estados-Membros continue a registar mais melhorias das posições líquidas das administrações públicas (gráfico 2.1.3 c). Ao mesmo tempo, prevê-se que a diminuição da capacidade líquida de financiamento das famílias domine, contribuindo para uma redução das posições globais de necessidade/capacidade líquida de financiamento na maioria dos casos.

([18]) O nível de referência da balança 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. A balança corrente necessária para atingir uma meta específica de PLII é a balança corrente necessária para atingir o limiar prudencial nos próximos dez anos, ou para reduzir para metade a diferença em relação à PLII em consonância com os indicadores fundamentais, consoante o que for mais elevado. Os limiares prudenciais das PLII são determinados de modo a ser maximizada a capacidade de sinalização da previsão de uma crise da balança de pagamentos, tendo em conta as informações específicas de cada país sintetizadas pelo rendimento *per capita*. As PLII correspondentes aos indicadores económicos fundamentais (normas da PLII) são calculadas como a acumulação, ao longo do tempo, das normas da balança corrente. No respeitante à metodologia de cálculo dos indicadores de referência prudenciais e de base das PLII, ver Turrini e S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions» (não traduzido para português), *European Economy*, Documento de Discussão 97/2019.

Gráfico 2.1.1: **Saldos das balanças correntes e posições líquidas de investimento internacional (PLII)**



Os países são classificados por ordem crescente dos saldos das balanças correntes em 2021 e por ordem decrescente dos rácios PLII/PIB em 2021. «BC» representa a balança corrente. A NENDI corresponde à PLII com exclusão dos instrumentos não passíveis de incumprimento. Normas da balança corrente: ver nota de rodapé 16. Para os conceitos de norma da PLII, limiar prudencial da PLII, nível de referência da balança corrente que estabiliza a PLII e BC necessária para atingir a meta específica da PLII: ver nota de rodapé 18.
Fonte: Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão.

A restritividade monetária mundial, num contexto de inflação elevada, bem como de altos riscos geopolíticos, pode afetar as condições de financiamento externo de alguns Estados-Membros não pertencentes à área do euro. Conforme estabelecido na secção 1, tanto a pandemia como, mais recentemente, o aumento da incerteza na sequência da agressão da Rússia à Ucrânia, resultaram em alterações de algumas taxas de câmbio não pertencentes à área do euro, com a depreciação do zlóti polaco e do forinte húngaro. Se surgissem riscos externos de (re)financiamento, os países com um volume significativo de reservas cambiais, bem como os que registam excedentes sólidos em fluxos externos, ficariam menos expostos. As necessidades de financiamento externo, incluindo as do setor das administrações públicas, também desempenham um papel neste contexto (ver secção 2.6 sobre o setor das administrações públicas).

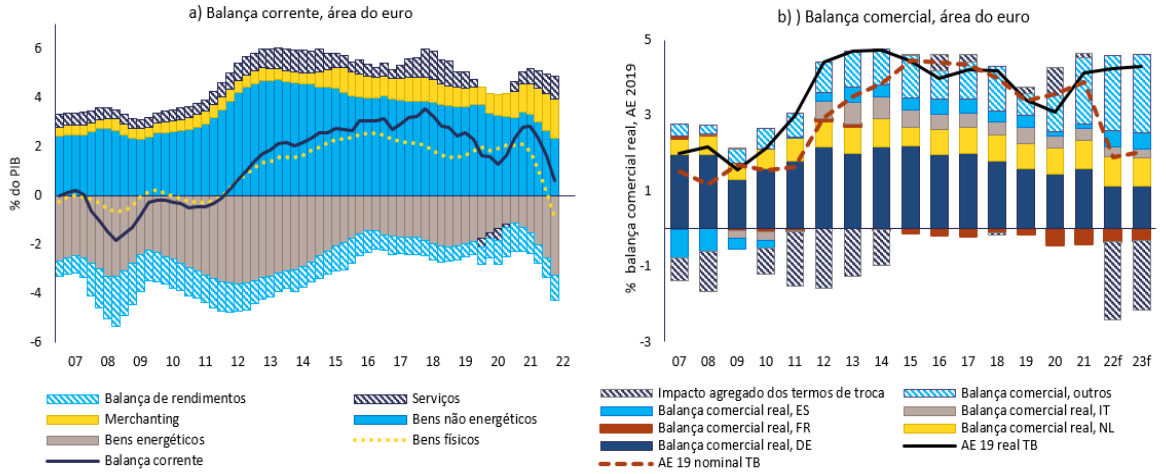
Em 2022, o excedente da balança corrente da área do euro está a diminuir acentuadamente. Os custos da energia são o fator fundamental da forte redução no decurso do exercício da balança corrente da área do euro (gráfico 2.1.2 a). Desde 2021, os problemas no domínio da oferta mundial conduziram a aumentos acentuados dos preços das importações de bens para além dos produtos de base, o que se reflete na balança comercial da área do euro face à China, que diminuiu mais de 1 ponto percentual do PIB em comparação com 2019. As

importações de existências elevadas e os preços das importações provenientes da China explicam parte da forte diminuição do excedente comercial da Alemanha, em especial. Além disso, a procura mundial de exportações europeias está a desacelerar, uma vez que o abrandamento na China e a restritividade monetária nos EUA têm implicações na procura, não só nestes dois parceiros comerciais, mas também na maioria dos mercados emergentes. Conforme estabelecido na secção 1, o euro registou uma forte depreciação, em especial face ao dólar dos EUA. Esta situação afeta a balança comercial da área do euro, pois a percentagem das importações denominadas em dólares, nomeadamente no que se refere aos bens energéticos, excede largamente a denominação em dólares das exportações. Todavia, os rendimentos de ativos estrangeiros denominados em dólares, bem como o *merchanting* e as receitas das transações mundiais de produtos de base, atenuaram, de certo modo, o impacto global do choque nos termos de troca sobre o saldo externo.

A descida da balança comercial da área do euro em 2022 foi impulsionada pelo choque nos termos de troca, tendo a procura real permanecido forte. O choque nos termos de troca em curso em 2022, devido a preços muito mais elevados das importações de energia e a um euro mais fraco, impulsionou a descida da balança comercial nominal da área do euro — e, por extensão, da balança corrente (gráfico 2.1.2 b). Quando medida em termos reais, ou seja, a preços constantes, prevê-se que a balança comercial se reforce ligeiramente em 2022, uma vez que a procura agregada real deverá crescer ligeiramente menos do que o PIB. Prevê-se que o crescimento da procura real ultrapasse o crescimento do produto em 2022 nos grandes países que são grandes credores líquidos e tenha reduzido o seu contributo para o excedente da balança corrente da área do euro (gráfico 2.1.2 b). Prevê-se que esta situação persista em 2023. Vários países que são devedores líquidos melhoraram a sua balança comercial real pelo facto de a procura não acompanhar a recuperação do crescimento do PIB. É o total dos países de menor dimensão que estão a impulsionar a estabilidade da balança comercial real em 2022 e a contrariar a descida da balança real da Alemanha, o maior contribuinte para a área do euro.

As previsões para 2023 apontam para uma estabilidade global da balança comercial da área do euro, incluindo a sua composição, mas esta situação está sujeita a uma grande incerteza. É provável que os estrangulamentos na cadeia de abastecimento e os preços das importações se atenuem ligeiramente em 2023, mas deverão continuar a pesar sobre a balança comercial da área do euro. A desaceleração da procura mundial atenuará as perspetivas de exportação, mas poderá proporcionar algum alívio aos preços dos produtos de base. Em consequência, prevê-se que o impacto dos termos de troca diminua ligeiramente, proporcionando uma melhoria marginal na balança comercial global da área do euro. Em vez disso, o crescimento da procura interna continua a ser um fator fundamental para a dinâmica do saldo externo da área do euro em 2023. Em termos da sua composição, prevê-se que persista o reajustamento, menos centrado na contribuição dos países que são grandes credores líquidos.

Gráfico 2.1.2: **Balança corrente e balança comercial da área do euro**



«Bens físicos» é a balança comercial do total da CTCI; «bens energéticos» corresponde à balança comercial para a categoria CTCI3, enquanto «bens não energéticos» consiste na diferença entre ambos. «Merchanting» é a diferença entre a balança comercial de bens da balança de pagamentos e os «bens físicos».
Fonte: serviços da Comissão Europeia

Países com saldo da balança corrente (média de três anos) em % do PIB acima de 6 % ou abaixo de –4 % em 2021 a azul																									
BE	BG	CZ	**DK**	**DE**	EE	**IE**	**EL**	ES	FR	HR	IT	**CY**	LV	LT	LU	HU	MT	**NL**	AT	PL	PT	**RO**	SI	SK	FI	SE

Países com PLII (% do PIB) abaixo de –35 % em 2021 a azul																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	**IE**	**EL**	**ES**	FR	**HR**	IT	**CY**	LV	LT	LU	**HU**	MT	NL	AT	**PL**	**PT**	**RO**	SI	**SK**	FI	SE

A nível dos países, importa destacar os seguintes desenvolvimentos:

- Em 2021, os saldos das balanças correntes, com base em médias de três anos, de quatro Estados-Membros ficaram abaixo do limiar inferior do painel de avaliação de –4 % do PIB: Chipre, Grécia, Irlanda e Roménia. Ao mesmo tempo, três Estados-Membros tinham médias acima do limiar superior de 6 % do PIB: Alemanha, Dinamarca e Países Baixos. Quanto às interpretações da PLII, dez Estados-Membros encontravam-se abaixo do limiar do painel de avaliação de –35 % do PIB: Chipre, Croácia, Eslováquia, Espanha, Grécia, Hungria, Irlanda, Polónia, Portugal, Roménia.

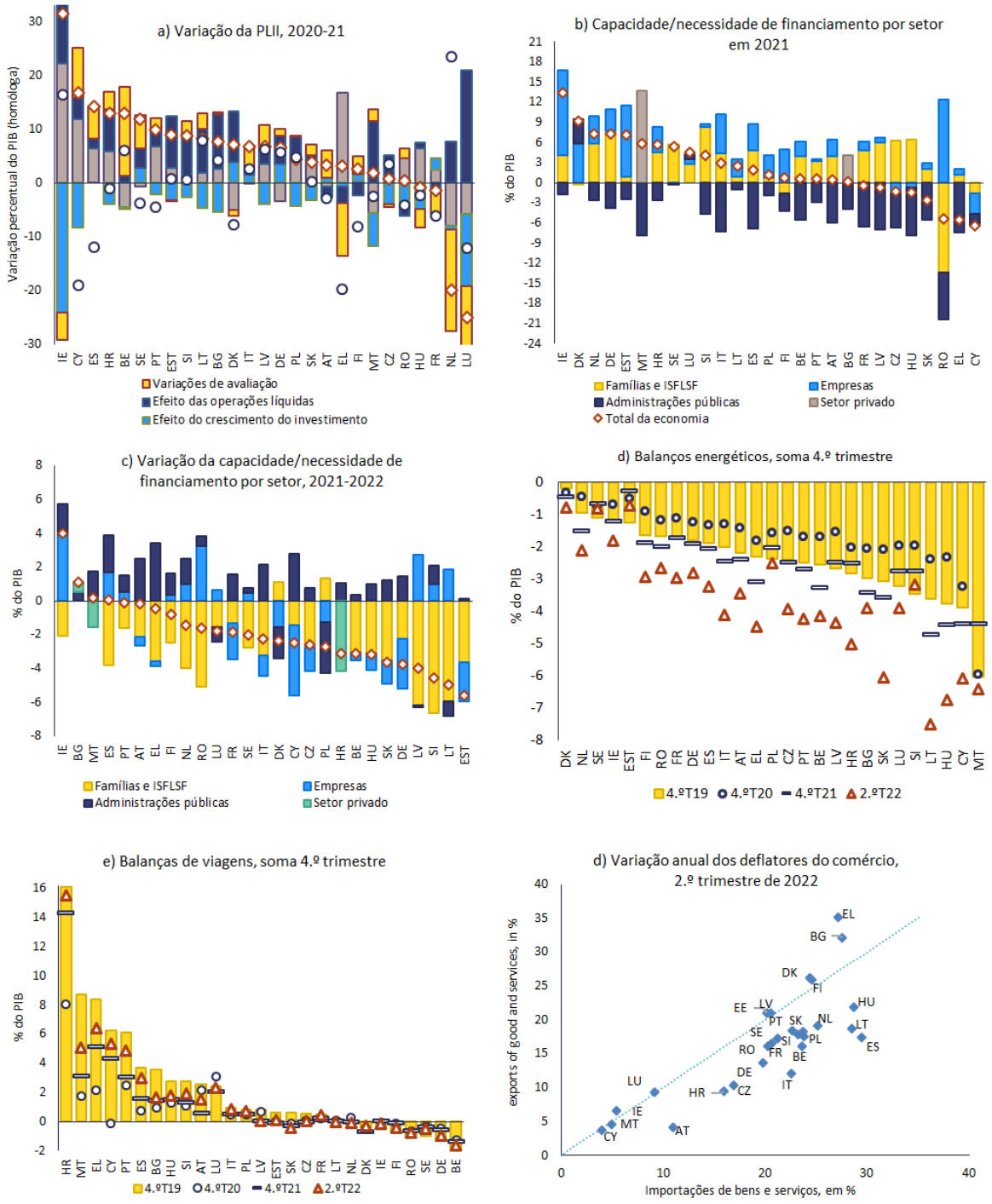
- As balanças correntes de alguns países que são grandes devedores líquidos, como Chipre e, em especial, a Grécia, mantiveram-se em níveis consideráveis de défice, embora Chipre tenha registado melhorias moderadas. Em 2021, embora o pequeno excedente de Espanha tenha aumentado ligeiramente, o défice moderado de Portugal manteve-se praticamente inalterado. Nestes países, com exceção da Espanha, as balanças correntes permanecem abaixo dos níveis sugeridos pelos indicadores económicos fundamentais, ainda que com margens diferentes. Nos dois primeiros trimestres de 2022, uma nova recuperação sólida das viagens internacionais, juntamente com o aumento dos preços no setor, está a dar um forte apoio aos seus excedentes nas balanças de viagens, especialmente em Portugal e, em menor grau, também em Chipre, na Grécia e em Espanha, e a principal época turística ainda por vir, no terceiro trimestre do ano. Contudo, para estes países, salvo Espanha, prevê-se uma deterioração das respetivas interpretações da balança corrente para o conjunto deste ano, refletindo principalmente um agravamento dos balanços energéticos. As suas PLII claramente negativas têm vindo a melhorar, principalmente devido ao forte crescimento económico nominal, mas a melhoria foi um pouco enfraquecida pelos efeitos negativos da valorização no caso da Grécia.

- Os défices da balança corrente são muito significativos e atingiram os seus níveis mais elevados desde há anos, no caso da Hungria e da Roménia. A balança corrente da Roménia deteriorou-se face a um défice já elevado e continua a agravar-se em 2022, sem expectativas de uma melhoria significativa no próximo ano. A Hungria regista igualmente uma deterioração significativa, prevendo-se apenas uma ligeira melhoria em 2023, o que demonstra uma das deteriorações mais acentuadas do seu balanço energético. A depreciação do forinte húngaro aumenta as preocupações quanto à evolução do seu setor externo. No caso de ambos os países, as PLII são claramente negativas, mas a entrada de investimentos diretos estrangeiros representa uma parte considerável dessa situação, o que torna as suas PLII, excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (NENDI), mais favoráveis.

- Na Eslováquia, na Letónia e em Malta, em 2021, as balanças correntes apresentavam um défice importante. Em muitos casos, prevê-se uma deterioração significativa em 2022 e 2023. Na Chéquia, na Bulgária e na Polónia, prevê-se que os ligeiros défices da balança corrente de 2021 aumentem. A depreciação do zlóti aumenta as preocupações quanto à evolução do setor externo da Polónia. Prevê-se que a Bélgica e a Lituânia passem a registar um défice significativo em 2022. A Eslováquia e a Lituânia registaram algumas das maiores deteriorações nas balanças comerciais em consequência da deterioração dos balanços energéticos. Prevê-se que o défice da Eslováquia continue a expandir-se para além do seu nível anterior à pandemia. No caso da Polónia e da Eslováquia, que têm PLII negativas mais pronunciadas, bem como de outros Estados-Membros da Europa Central e Oriental, a entrada de investimentos diretos estrangeiros representa uma parte considerável das suas dívidas externas. Por conseguinte, os seus NENDI são mais favoráveis.

- Os grandes excedentes da Alemanha, da Dinamarca, dos Países Baixos e da Suécia continuam acima das suas normas da balança corrente. Embora os excedentes da balança corrente tenham aumentado em 2021 nesses países, salvo na Suécia, prevê-se que registem uma descida acentuada em 2022. Em especial, as balanças correntes da Alemanha, dos Países Baixos e da Suécia têm vindo a diminuir significativamente e ultrapassam o agravamento do balanço energético. O excedente da Dinamarca aumentou no primeiro semestre do ano, mas, de um modo geral, prevê-se uma diminuição em 2022. As PLII dos Países Baixos, da Dinamarca, da Alemanha e da Bélgica estão muito acima dos níveis sugeridos pelos indicadores económicos fundamentais.

Gráfico 2.1.3: **Setor externo: gráficos selecionados**



Fonte: serviços da Comissão Europeia

2.2. COMPETITIVIDADE

Os custos unitários do trabalho aumentaram mais rapidamente no período 2020-2021 do que no período anterior à pandemia e a sua taxa de crescimento está a acelerar em 2022. Em 2020, registou-se um forte aumento dos custos unitários do trabalho na maioria dos Estados-Membros, impulsionado por quedas mecânicas da medição da produtividade, uma vez que os regimes de manutenção de postos de trabalho atenuaram a perda de emprego, apesar da diminuição acentuada da produção. Em 2021, esta tendência inverteu-se parcialmente, uma vez que a recuperação da produtividade levou a uma diminuição dos custos unitários do trabalho ou a uma desaceleração visível do seu crescimento, em quase toda a UE (gráfico 2.2.1 a). Prevê-se que os custos unitários do trabalho aumentem este ano e no próximo, significativamente, em alguns casos (gráfico 2.2.1 b). Prevê-se que o aumento dos custos unitários do trabalho seja impulsionado pelo forte aumento da remuneração nominal por trabalhador, que deverá exceder consideravelmente o crescimento real da produtividade do trabalho em quase todos os países da UE (gráficos 2.2.3 a e b), muitas vezes num contexto de desemprego baixo e em declínio. Em alguns casos, estes efeitos podem constituir a continuação das tendências que suscitaram preocupações quanto a eventuais pressões de sobreaquecimento antes da crise da COVID-19. À medida que a dinâmica económica abrandar, os ganhos de produtividade serão inferiores e atenuarão menos os custos unitários do trabalho do que nos últimos tempos.

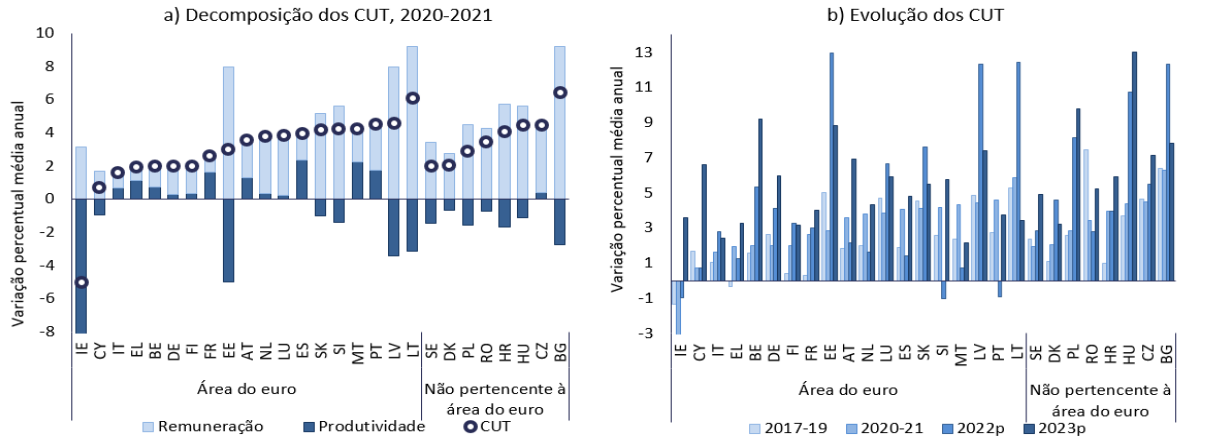
A dinâmica da taxa de câmbio real ainda não foi significativa, em termos globais, embora tenham sido verificadas divergências, em especial fora da área do euro. As variações das taxas de câmbio efetivas reais (TCER) baseadas no IHPC mantiveram-se contidas em 2021, embora tenham sido registadas pequenas depreciações em mais países do que em 2020. As variações das TCER baseadas no IHPC e no deflator do PIB ao longo de três anos até 2021 também foram limitadas (gráfico 2.2.3 c). Em 2022, até à data, a taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN) depreciou-se em quase todos os Estados-Membros da área do euro, refletindo a depreciação do euro, enquanto as variações nas TCER baseadas no IHPC se mantiveram moderadas, exceto nos poucos casos em que a inflação foi muito mais elevada do que noutros Estados-Membros ou em que a TCEN registou uma depreciação mais acentuada (gráfico 2.2.3 e). Em alguns países não pertencentes à área do euro, as variações das TCER no decurso do exercício foram mais acentuadas. A TCER baseada no deflator do PIB não revela fortes sinais de deterioração da competitividade dos preços na maioria dos Estados-Membros, embora haja algumas variações significativas de país para país (gráfico 2.2.3 d). No futuro, poderão surgir desafios nas TCER dentro da área do euro, devido a divergências nas taxas de inflação e diferenças nas exposições a variações da taxa de câmbio nominal do euro entre os vários países da área do euro. Prevê-se uma maior heterogeneidade entre os países não pertencentes à área do euro, refletindo, em parte, diferentes dinâmicas das taxas de câmbio nominais.

Taxas de inflação elevadas e divergentes constituem um risco para a competitividade, na medida em que se encontrem enraizadas, com riscos específicos na área do euro. Conforme estabelecido na secção 1, as taxas de inflação são não só elevadas, mas muito divergentes, incluindo na área do euro. De um modo geral, esta divergência deve-se à diferença da intensidade energética entre as economias e é afetada pela escala e composição das medidas governamentais. Apesar de a inflação ser, em grande medida, impulsionada pelo aumento dos custos da energia e se prever que diminua, a divergência das taxas de inflação acarreta um risco para a competitividade de duas perspetivas. Em primeiro lugar, os preços da energia podem não regressar aos níveis anteriores, mas estabilizar-se em níveis mais elevados, o que implicaria custos

significativos para setores específicos, como as indústrias com utilização intensiva de energia. Na medida em que estes custos se tornem permanentes, os países com uma inflação mais elevada devido ao impacto direto dos custos da energia teriam níveis de preços permanentemente mais elevados. Este aumento relativo pode ter um impacto negativo na sua competitividade e conduzir ao risco de deslocalização, resultando, em última análise, numa diminuição das quotas de mercado das exportações e no aumento potencial nos países mais expostos. Ao longo do tempo, esta situação poderá tornar necessária uma alteração do seu modelo empresarial e implicar mudanças estruturais onerosas. Em segundo lugar, as diferenças em termos de inflação podem conduzir a aumentos dos preços para além da energia. As diferenças entre países não estão associadas apenas às taxas de inflação globais, mas também são cada vez mais acentuadas na inflação subjacente. A caixa 2.2.1 aborda o risco de se enraizarem e provocarem novos aumentos, incluindo ao nível dos salários. Este alargamento dos diferenciais pode resultar em apreciações reais, reduzindo a competitividade. As consequentes alterações relacionadas com a competitividade podem conduzir a um reequilíbrio na área do euro, se os países com deficiências preexistentes em termos de competitividade ganharem em relação aos seus pares. Todavia, atualmente, as diferenças mais acentuadas na inflação não afetam, no seu conjunto, grandes credores líquidos ou devedores líquidos. Além disso, em alguns casos, as expectativas de inflação heterogénea podem conduzir a maiores vulnerabilidades na área do euro, se as taxas de juro reais demasiado baixas previstas em alguns países resultarem numa acumulação excessiva de dívida. Fora da área do euro, as depreciações cambiais implicam outros riscos, por exemplo, em termos de empréstimos externos e custos do serviço da dívida.

O atual contexto em que os diferenciais de inflação estão a aumentar é diferente do contexto que antecedeu a crise financeira mundial, mas pode, mesmo assim, implicar riscos de desequilíbrios macroeconómicos. No período que antecedeu a crise financeira, a elevada inflação em alguns países da área do euro resultou num ciclo em que as baixas taxas de juro reais alimentaram uma procura excessiva e a acumulação de dívida, impulsionando apreciações da taxa de câmbio real. Todavia, desta vez, o choque sentido é predominantemente energético e contracionista que impulsiona os custos, e não expansionista. Embora, desta vez, a inflação elevada nos países mais afetados possa contribuir para manter as taxas de juro reais baixas e atenuar o impacto mais adverso sobre a procura a curto prazo, devido ao aumento da fatura energética, o surgimento de aumentos enraizados dos preços ou dos salários pode complicar os esforços para reduzir a inflação, conduzindo a perdas de competitividade que poderão atenuar o crescimento económico no futuro.

Gráfico 2.2.1: **Custos unitários do trabalho**



(1) Os países estão apresentados por ordem crescente dos custos unitários do trabalho em 2020-2021.
Fonte: Ameco. Os dados relativos a 2022 e 2023 são extraídos das previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2022. Os dados referem-se ao número de trabalhadores e de pessoas empregadas.

A evolução das quotas de mercado das exportações em 2021 reflete uma inversão parcial dos efeitos da crise da COVID-19, mas é provável que diminua no futuro imediato, num contexto de custos da energia mais elevados e de um abrandamento do comércio. Um dos efeitos da pandemia consistiu em reduzir as quotas de mercado das exportações de economias com importantes setores do turismo internacional, várias das quais possuem posições externas mais negativas, e aumentar as quotas de mercado das exportações de vários países que são credores líquidos em relação aos seus níveis anteriores à crise. Prevê-se que as quotas de mercado das exportações diminuam na maioria dos países da UE em 2023, afetadas negativamente pelo aumento especialmente elevado dos custos da energia na Europa, com algumas perturbações da cadeia de abastecimento também a desempenhar um papel. Prevê-se um efeito mais forte para alguns países que são credores líquidos e possuem indústrias transformadoras significativas.

As alterações da competitividade voltaram a conduzir, de um modo geral, a um reequilíbrio mais simétrico das posições externas na área do euro (gráfico 2.2.3 f). A evolução dos custos unitários do trabalho é ligeiramente mais moderada nos países que são devedores líquidos do que nos que são credores líquidos. Todavia, a evolução da inflação e, em especial da inflação subjacente, tem sido globalmente semelhante ou, por vezes, mais contida em países que são credores líquidos, o que futuramente poderá atenuar o reequilíbrio, a menos que a evolução salarial continue a divergir, tendo em conta as diferenças na folga do mercado de trabalho. Embora, de um modo geral, os países que são credores líquidos tendam a ganhar mais com uma depreciação do euro, dada a sua quota mais elevada no comércio extra-área do euro, neste caso a dinâmica das quotas de mercado das exportações aponta para um reequilíbrio externo, uma vez que os países que são devedores líquidos estão a recuperar alguns dos mercados de exportação perdidos, enquanto as quotas dos credores líquidos deverão diminuir no futuro.

Países com crescimento dos custos unitários nominais do trabalho (variação percentual de um período de três anos) acima de 9 % (AE) ou 12 % (não pertencentes à AE) em 2021 a azul																										
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Países com TCER, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos) acima de +/–5 % (AE) e +/–11 % (não pertencente à AE) em 2021 a azul																										
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Países com parte de mercado das exportações, % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos) abaixo de –6 % em 2021 a azul																										
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

A nível dos países, importa destacar os seguintes desenvolvimentos em termos de competitividade:

- O crescimento dos custos unitários do trabalho, acumulado ao longo dos três anos até 2021, situou-se acima do limiar do painel de avaliação em 15 Estados-Membros: Áustria, Bulgária, Chéquia, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Portugal e Roménia. No caso da TCER baseada no IHPC, as variações de três anos foram mais contidas e nenhum Estado-Membro excedeu os limiares do painel de avaliação. As variações de cinco anos nas quotas de mercado das exportações situaram-se abaixo do limiar do painel de avaliação em Espanha, França e Itália em 2021. Embora uma descida em França tenha sido principalmente impulsionada pela diminuição da quota de mercado das exportações de bens, em Espanha e Itália a queda foi causada pela diminuição das quotas de mercado das exportações de serviços. Nos três países, as descidas acima referidas foram mais pronunciadas durante a pandemia de 2020.

- As preocupações relativamente às pressões sobre os custos têm sido significativas em alguns países, ao longo de vários anos, e estão a aumentar, ou não estão a diminuir suficientemente, nomeadamente na Bulgária, na Chéquia, na Eslováquia, na Estónia, na Hungria, na Letónia, na Lituânia, no Luxemburgo e na Roménia. Em geral, já eram consideráveis antes da crise da COVID-19 e, na maioria dos casos, continuaram em 2021 e no primeiro semestre de 2022, num contexto de mercados de trabalho comparativamente restritivos. Prevê-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho se mantenha elevado ou volte a aumentar fortemente no próximo ano na maioria destes países. Vários deles enfrentam riscos adicionais para a sua competitividade, relacionados com o aumento da inflação, que é muito mais elevada do que no resto da UE e nos seus pares da área do euro. Embora se preveja uma depreciação da TCER em 2023 para a maioria destes países, espera-se uma ligeira apreciação para a Eslováquia.

- A Eslovénia e Malta apresentaram efeitos semelhantes aos dos países acima mencionados no período anterior à COVID-19, mas as preocupações quanto às perdas de competitividade, se existentes, foram mais moderadas em 2021, prevendo-se que continuem a ser reduzidas também este ano. Na Bélgica e na Polónia, prevê-se que os custos unitários do trabalho aumentem fortemente durante este ano e no próximo. Em contrapartida, os aumentos dos custos unitários do trabalho foram mais moderados em Itália, e prevê-se que o continuem a ser, o que aponta para um pequeno ganho relativo em termos de competitividade.

- As preocupações com a competitividade em termos de custos têm vindo a diminuir em alguns países que são grandes devedores líquidos, incluindo Chipre, Espanha, Grécia e Portugal. Em especial, os custos unitários do trabalho têm vindo a aumentar ligeiramente menos do que nos parceiros comerciais e no resto da área do euro.

Caixa 2.2.1: Potencial enraizamento da inflação e das perdas de competitividade

Uma inflação elevada e divergente, registada em toda a UE desde finais de 2021, pode afetar negativamente a competitividade, especialmente se for persistente. Se os aumentos dos salários agregados compensarem total ou parcialmente a perda de poder de compra dos trabalhadores, esses aumentos salariais refletir-se-ão em custos unitários do trabalho mais elevados, a menos que sejam compensados por aumentos da produtividade. Esses aumentos dos custos unitários do trabalho podem então conduzir a efeitos indiretos e a riscos de uma inflação mais elevada no futuro ([19]). Podem surgir divergências de competitividade entre os Estados-Membros da área do euro, caso o choque de inflação seja muito diferente entre os países ou surjam efeitos indiretos muito diferentes na sequência desse choque. Todavia, se as exigências de aumentos salariais tiverem em conta a probabilidade de a inflação diminuir, o risco de uma espiral de preços e salários continua a ser limitado. O relatório de 2023 da Comissão sobre a área do euro analisa o papel das expectativas de inflação nos aumentos salariais ([20]). A escalada dos preços da energia representa uma grande parte dos aumentos do nível de preços na maioria dos Estados-Membros. Todavia, se a inflação se tiver alargado amplamente a outros bens e serviços para além da energia, não é possível manter o nível de vida, a menos que o crescimento dos rendimentos continue a aumentar, mesmo depois de os preços da energia caírem. As componentes energética e alimentar dos índices de preços globais podem ser bastante voláteis e são relativamente pouco afetadas por decisões de política monetária, por serem, de um modo geral, fortemente influenciadas pelos mercados internacionais, pelo menos para além do curto prazo, ou seja, na ausência de intervenção da política orçamental ou regulamentar. Em consequência, os bancos centrais utilizam medidas de inflação subjacente para identificar melhor a tendência dessa inflação ([21]).

Os custos unitários do trabalho em vários países da UE, incluindo a Estónia, a Letónia, a Lituânia e o Luxemburgo, e dois Estados-Membros não pertencentes à área do euro, a Bulgária e a Polónia, aumentaram ao longo do ano até ao segundo trimestre de 2022 (gráfico 2.2.2 a). O aumento foi impulsionado por um forte crescimento da remuneração por trabalhador, que excedeu 10 %, ou se aproximou muito desse valor. No entanto, a remuneração por trabalhador aumentou mais do que os preços em apenas quatro Estados-Membros, sendo o diferencial especialmente elevado na Bulgária. As variações da produtividade foram insuficientes para atenuar o crescimento dos custos unitários do trabalho e, em alguns casos, reforçaram-no. Na Bulgária e no Luxemburgo, os custos unitários do trabalho aumentaram mais do que os preços, enquanto na Estónia, na Letónia, na Lituânia e na Polónia o seu crescimento excedeu a inflação subjacente. Embora esta última situação seja igualmente válida para a Bélgica, a França, a Itália e a Roménia, o crescimento dos seus custos unitários do trabalho foi um pouco mais contido. Estes excessos dos custos unitários do trabalho em relação ao crescimento dos preços criam riscos de novas subidas de preços, para que as empresas possam preservar as margens preço-custo.

([19]) Uma análise recente do FMI indica que os riscos de espirais de preços e salários podem ser relativamente contidos. A conclusão baseia-se na comparação da atual evolução da inflação, dos salários e do desemprego com episódios históricos semelhantes nas economias avançadas, com a ressalva de que esses episódios não precisam de ser totalmente representativos dos acontecimentos atuais, especialmente tendo em conta a natureza distinta do choque da COVID-19. Além disso, a análise não tem em conta a evolução em 2022, durante a qual o choque dos preços da energia se concretizou com toda a intensidade na maioria dos países da UE. Ver FMI (2022), «Wage dynamics post-COVID-19 and wage-price spiral risks» (não traduzido para português), em *World Economic Outlook: Countering the cost-of-living crisis.* (não traduzido para português). Capítulo 2, outubro de 2022.

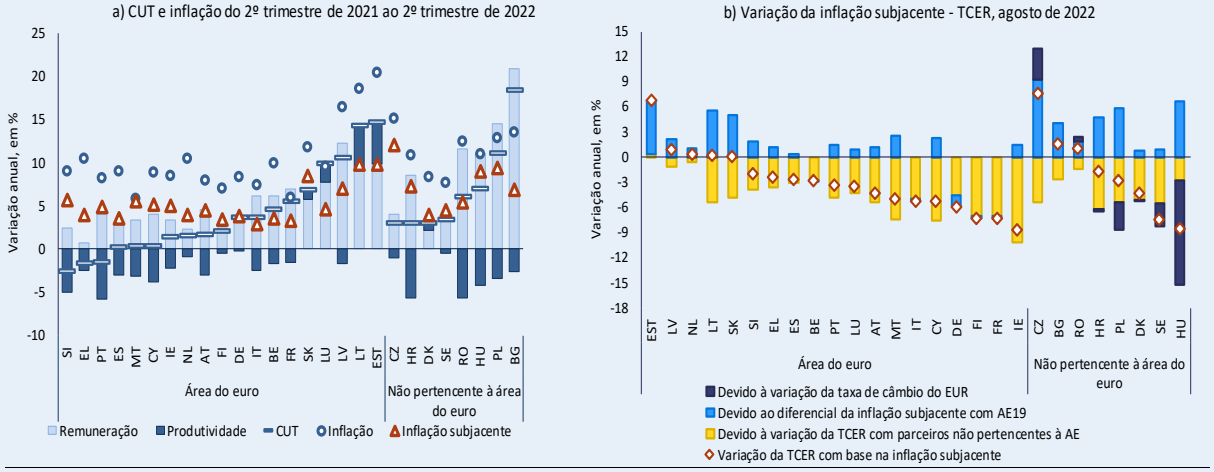
([20]) SWD(2022) 382, documento de trabalho dos serviços da Comissão intitulado *2023 Report on the euro area accompanying the document Recommendation for a Council Recommendation on the economic policy of the euro area* (não traduzido para português).

([21]) Ver M. Ehrmann, *et al.* (2018), «Measures of underlying inflation for the euro area» (não traduzido para português), *ECB Economic Bulletin*, edição 4/2018.

A evolução divergente da inflação subjacente e dos custos unitários do trabalho pode ter consequências consideráveis e mais persistentes para a competitividade de alguns países, o que é particularmente pertinente para os países da área do euro. A variação da TCER baseada na inflação subjacente (gráfico 2.2.2 b) sugere perdas importantes em termos de competitividade para a Estónia, a Eslováquia e a Lituânia, devido a uma inflação subjacente muito mais elevada do que no resto da área do euro. No caso dos dois últimos países, essa situação é compensada por variações da TCER em relação aos países não pertencentes à área do euro. Em contrapartida, a competitividade da Alemanha e, em menor medida, da Finlândia, da França e da Itália, beneficia de uma inflação subjacente mais baixa do que no resto da área do euro. A depreciação da TCER em relação aos países não pertencentes à área do euro, amplamente registada, contribui ainda mais para os ganhos de competitividade destes países.

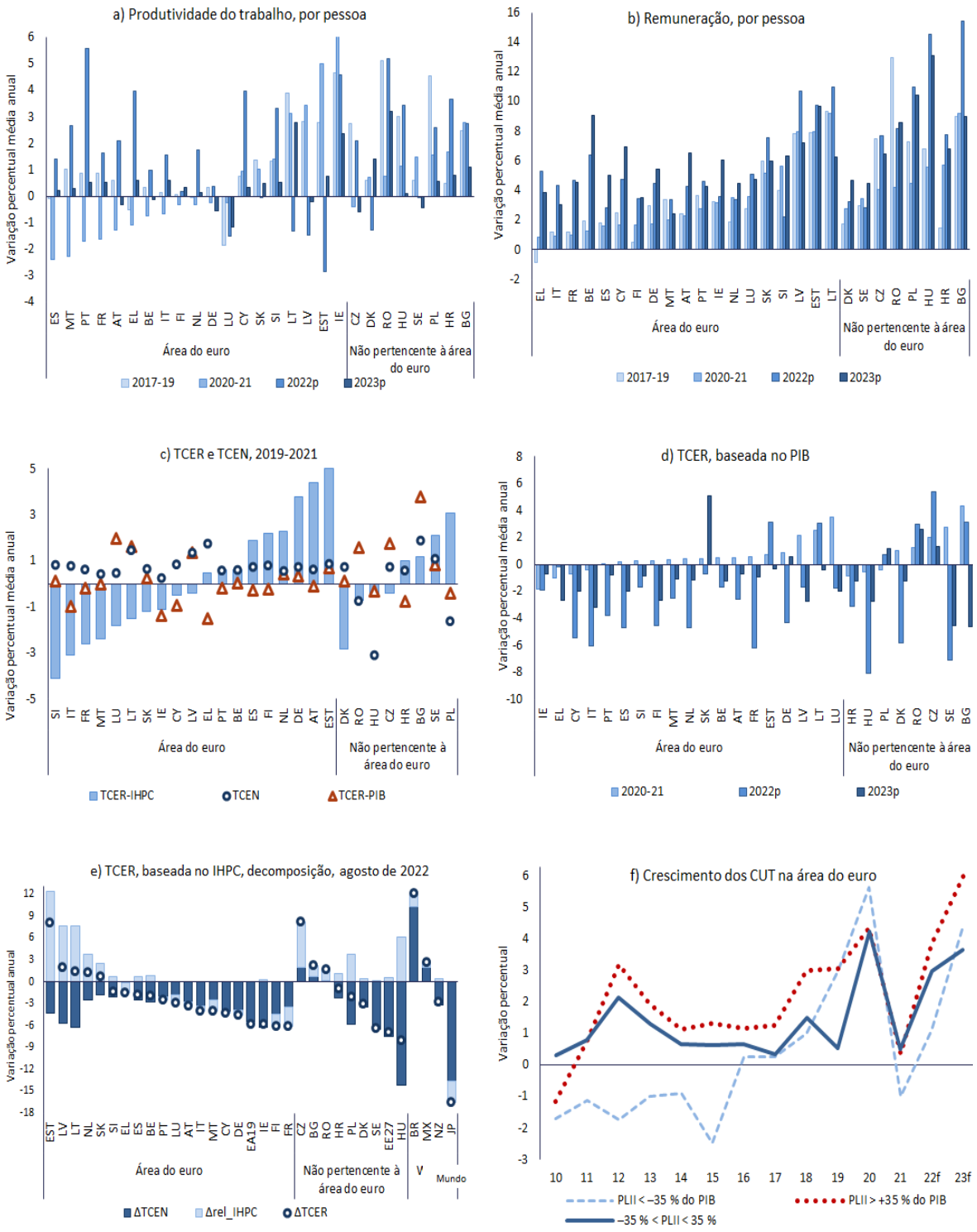
No caso de alguns países não pertencentes à área do euro, a variação das taxas de câmbio nominais afetou fortemente a TCER. O caso mais marcante é da Hungria, onde a forte depreciação nominal conduziu a ganhos de competitividade apesar da inflação subjacente comparativamente elevada. É possível observar efeitos semelhantes na Polónia e na Suécia. Em contrapartida, a Chéquia registou uma apreciação da taxa de câmbio nominal (efetiva), que, juntamente com a taxa de inflação subjacente relativamente elevada, conduziu a uma forte apreciação real. Importa notar que, embora as desvalorizações monetárias possam atenuar as pressões sobre os custos, podem implicar outros riscos, como custos mais elevados do serviço da dívida expressa em moeda estrangeira, tanto interna como externa, o que pode limitar a utilização de desvalorizações nominais como instrumento para atenuar o impacto do aumento dos custos sobre a competitividade.

Gráfico 2.2.2: **Custo unitário do trabalho, inflação (subjacente) e competitividade**



Os países são apresentados por ordem crescente da variação dos custos unitários do trabalho, ou seja, por ordem decrescente da TCER baseada na inflação subjacente. A medida de inflação subjacente exclui a energia, os produtos alimentares, o álcool e o tabaco. A TCER baseada na inflação subjacente foi calculada para fins analíticos, em que as taxas de inflação subjacente para os parceiros comerciais China e Japão são valores substituídos pelo seu crescimento global do IPC, uma vez que a medida subjacente não estava disponível.
Fonte: Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão.

Gráfico 2.2.3: **Competitividade: gráficos selecionados**



Fonte: serviços da Comissão Europeia

2.3. EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

Em 2021, os rácios dívida das empresas não financeiras/PIB mantiveram-se em níveis consideráveis em muitos países, embora tenham continuado a diminuir. Na sequência da desalavancagem substancial ocorrida ao longo da última década em muitos Estados-Membros, os rácios dívida das empresas não financeiras/PIB em 2021 situaram-se abaixo do seu pico pré-pandemia na maioria dos países da UE. Não obstante, em 2021, os rácios da dívida situavam-se acima dos níveis sugeridos tanto pelos indicadores económicos fundamentais como pelos níveis relacionados com preocupações prudenciais em quase metade dos países da UE e em muitos países situavam-se acima dos níveis registados em 2019, antes do início da pandemia de COVID-19 (gráficos 2.3.1 a e b) ([22]). Em 2021, o rácio dívida das empresas/PIB diminuiu na maioria dos Estados-Membros, em grande medida devido à recuperação acentuada do crescimento do PIB (gráfico 2.3.3 a). O crédito líquido às empresas não financeiras foi positivo em toda a UE e começou a recuperar na maioria dos países da UE em 2021, nomeadamente em diversos casos que registavam uma elevada dívida das empresas não financeiras, à luz da retoma do investimento (gráfico 2.3.3 c).

O processo de desalavancagem que recomeçou em 2021 prosseguiu em 2022, mas é provável que, no futuro, seja dificultado pelo difícil contexto macroeconómico. O rácio dívida das empresas/PIB continuou a diminuir em quase todos os Estados-Membros no primeiro semestre de 2022, apesar do aumento do crédito, que pode também refletir o aumento das necessidades de liquidez. O efeito do novo crédito líquido sobre o rácio dívida das empresas/PIB foi mais do que compensado pelo crescimento real do PIB e pelo forte aumento da inflação (gráfico 2.3.3 b). De um modo geral, a desalavancagem passiva deve prosseguir, impulsionada pelo aumento da inflação e não pelo crescimento real do PIB, mas existe um risco considerável de que a diminuição dos rácios da dívida possa abrandar ou inverter. O aumento da inflação pode reduzir as margens de lucro se o aumento dos custos não puder ser repercutido nos clientes e reduzir a procura em geral. A percentagem de lucros das empresas começou a moderar-se no primeiro semestre de 2022, mas continua acima do nível em que se encontrava antes da COVID-19. Em quase todos os países da área do euro, uma elevada percentagem de novos empréstimos a empresas com prazos curtos implica que a existência de condições de concessão de crédito mais restritas e o aumento das taxas de juro podem afetar as empresas de forma bastante rápida ([23]). Em vários Estados-Membros não pertencentes à área do euro, registou-se um aumento significativo das taxas ativas para as empresas e, para além de uma elevada percentagem de empréstimos às empresas denominados em moeda estrangeira, representa uma fonte de vulnerabilidades adicionais.

([22]) Os índices de referência da dívida específicos de cada país foram desenvolvidos pela Comissão Europeia em cooperação com o Grupo de Trabalho LIME do Comité de Política Económica [Comissão Europeia, «Benchmarks for the assessment of private debt» (não traduzido para português), nota para o Comité de Política Económica, ARES (2017) 4970814] e J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini e S. Zeugner, «Is Private Debt Excessive?» (não traduzido para português), *Open Economies Review* 3, 471-512, 2020. Os valores de referência baseados nos indicadores económicos fundamentais avaliam a dívida privada a partir de regressões que integram os principais fatores determinantes do crescimento do crédito e têm em conta um determinado volume inicial de dívida. O limiar prudencial representa o nível de dívida para além do qual a probabilidade de uma crise bancária é relativamente elevada, minimizando a probabilidade de crises não previstas e de falsos alertas.

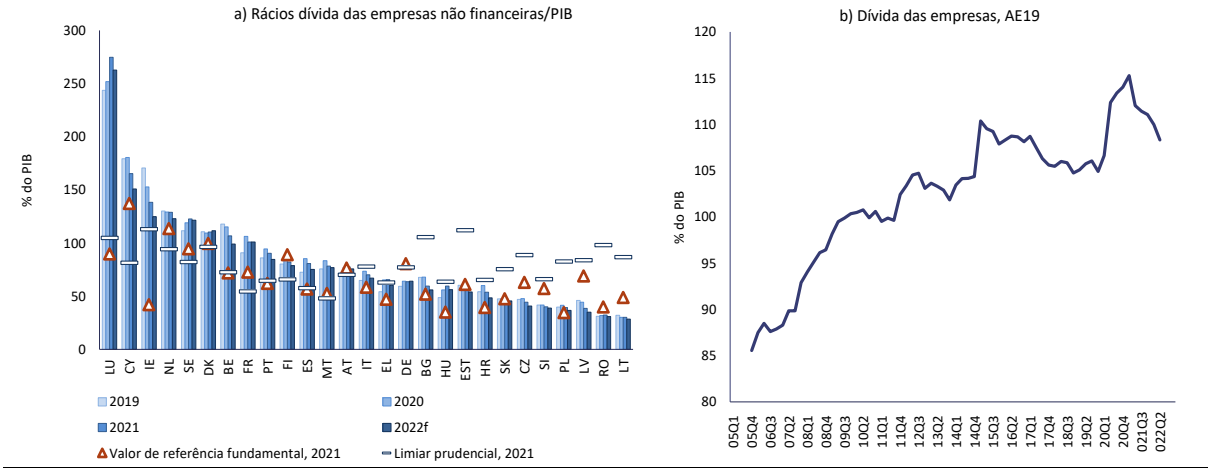
([23]) Banco Central Europeu (2022), Análise da Estabilidade Financeira — maio de 2022. Dados relativos a 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf.

As crescentes preocupações relacionadas com os empréstimos não produtivos e as falências das empresas aumentam as vulnerabilidades globais do setor empresarial e financeiro após o choque da COVID-19. Algumas indústrias, como o alojamento e os transportes, foram fortemente afetadas pela crise da COVID-19 ([24]). Os rácios dos empréstimos não produtivos e as falências de empresas têm vindo a diminuir na maioria dos Estados-Membros desde 2020, mesmo após a eliminação progressiva das moratórias sobre os reembolsos da dívida. Contudo, a percentagem de empresas vulneráveis após a COVID-19 é particularmente elevada em alguns países com uma elevada percentagem de empréstimos não produtivos (gráfico 2.3.3 f). Embora o rácio de empréstimos não produtivos das empresas tenha continuado a diminuir na maioria dos Estados-Membros ainda no primeiro semestre de 2022, em alguns começou a aumentar (gráfico 2.3.3 e). Além disso, as falências de empresas começaram a aumentar em alguns Estados-Membros no primeiro semestre de 2022. Ademais, embora o crédito continue a aumentar fortemente, os critérios aplicados à concessão de crédito estão a tornar-se substancialmente mais restritivos, encontrando-se agora nos seus níveis mais exigentes desde 2013 (gráficos 2.3.3 c e d). Embora as reservas de liquidez e as poupanças líquidas tenham aumentado nos últimos anos, o difícil contexto macroeconómico, combinado com transformações estruturais e perturbações da cadeia de abastecimento, poderá conduzir a uma deterioração dos balanços e a uma redução das margens de lucro e poderá afetar o serviço da dívida e a poupança e o investimento das empresas (ver caixa 2.3.1).

A crise energética afetará de forma particularmente forte algumas indústrias, através de aumentos de preços e perturbações do aprovisionamento, e poderá ter um efeito duradouro, resultando em transformações estruturais. As indústrias com utilização intensiva de energia estão particularmente expostas, pelo que podem sentir a pressão nos respetivos balanços. As transformações estruturais estão a ser aceleradas pela crise energética. Embora se preveja a normalização dos preços e dos fornecimentos de energia, poderá haver uma mudança estrutural permanente, que pode ter efeitos generalizados na capacidade produtiva e no crescimento potencial dos países mais afetados, dependendo da sua intensidade energética e especialização da produção. A fase aguda da crise energética pode resultar no encerramento de empresas e/ou numa reorientação da procura para a produção proveniente de outros locais — menos afetados — resultando numa deslocalização permanente. A normalização dos preços e dos salários pode atingir um nível mais elevado, o que pode agravar os custos associados à transição energética e, de um modo geral, pode conduzir a uma perda de competitividade, em especial em algumas indústrias com utilização intensiva de energia e com um impacto diferenciado entre os países.

([24]) Ver L. Archanskaia, P. Nikolov e W. Simons (2022), *Estimates of corporate cleansing during COVID-19 — using firm-level data to measure its productivity impact* (não traduzido para português), *Quarterly Report on the Euro Area (QREA)*, vol. 21, n.º 2 (2022).

Gráfico 2.3.1: **Dívida das empresas não financeiras**



Os países são apresentados por ordem decrescente do rácio dívida das empresas não financeiras/PIB em 2021.
Fonte: Contas dos balanços financeiros setoriais do Eurostat — empréstimos (F4) mais títulos de dívida (F3), base de dados Ameco e estimativas dos serviços da Comissão.

As intervenções políticas desempenham um papel importante na proteção das economias nacionais contra o *stress* das empresas, mas a falta de coordenação pode suscitar preocupações na perspetiva da área do euro e do mercado interno. As intervenções políticas nacionais distribuem mais equitativamente os encargos da crise energética entre os setores empresarial, das famílias e público. Essas intervenções serão particularmente importantes para proteger as indústrias expostas e evitar reduções de atividade, encerramentos, deslocalizações e incumprimentos de empréstimos. Sem essas medidas, o *stress* das empresas poderia propagar-se por todas as economias nacionais. Embora não haja provas até à data, as condições financeiras e a margem de manobra orçamental disponível poderão acabar por desempenhar um papel na escala e no âmbito possíveis das intervenções nacionais e as diferentes abordagens entre países podem ampliar a divergência dos riscos de liquidez ou solvência das empresas, em especial no caso de a crise se agravar ou se prolongar. Por sua vez, tal teria impacto nos preços, uma vez que as diferenças no investimento empresarial e no comportamento de fixação de preços poderiam conduzir a divergências no crescimento da procura e na transmissão da política monetária, tendo em conta os diferenciais de inflação e competitividade existentes e emergentes na área do euro. A prossecução dos esforços de integração pode ajudar a superar esta combinação de desafios, bem como a reduzir as vulnerabilidades das empresas e as divergências no crescimento e na produtividade. A nível nacional, os regimes de insolvência adequados são importantes para minimizar o impacto económico a longo prazo de qualquer insolvência empresarial.

A nível dos países, importa destacar os seguintes desenvolvimentos:

- A dívida das empresas não financeiras é muito elevada, superior a 100 % do PIB, e ultrapassa os indicadores de referência fundamentais e prudenciais na Suécia e na Dinamarca, havendo outros sinais de vulnerabilidades. Na Suécia, o rácio dívida das empresas/PIB ainda está acima do seu pico pré-crise da COVID-19 e continua a aumentar. Na Dinamarca, os depósitos de empresas diminuíram face a um nível que já era baixo.

- A Bélgica, Chipre, a Irlanda, o Luxemburgo e os Países Baixos também apresentam rácios dívida das empresas não financeiras/PIB muito elevados, superiores a 100 % e acima dos indicadores de referência fundamentais e prudenciais. Contudo, tal deve-se também a uma percentagem considerável de empréstimos para fins de investimento direto estrangeiro e de empréstimos transfronteiras dentro das empresas, o que pode limitar parcialmente as vulnerabilidades.

- Em países como França, Grécia, Malta e Portugal, os elevados rácios dívida das empresas não financeiras/PIB, acima dos indicadores de referência fundamentais e prudenciais, estão numa trajetória descendente. Na França e em Malta, o elevado nível da dívida é parcialmente atenuado por reservas de liquidez consideráveis. Na Áustria, o rácio dívida das empresas/PIB está acima do limiar prudencial e o crescimento do crédito tem sido forte. A crise da COVID-19 afetou de forma desproporcionada diversas indústrias, deixando vulneráveis os setores empresariais de países como a Grécia e a Itália.

- O rácio dívida das empresas/PIB em Espanha é superior aos indicadores de referência fundamentais e prudenciais. Na Bulgária, o rácio dívida das empresas/PIB é moderado, embora ultrapassando o indicador de referência fundamental e sendo superior ao dos pares regionais.

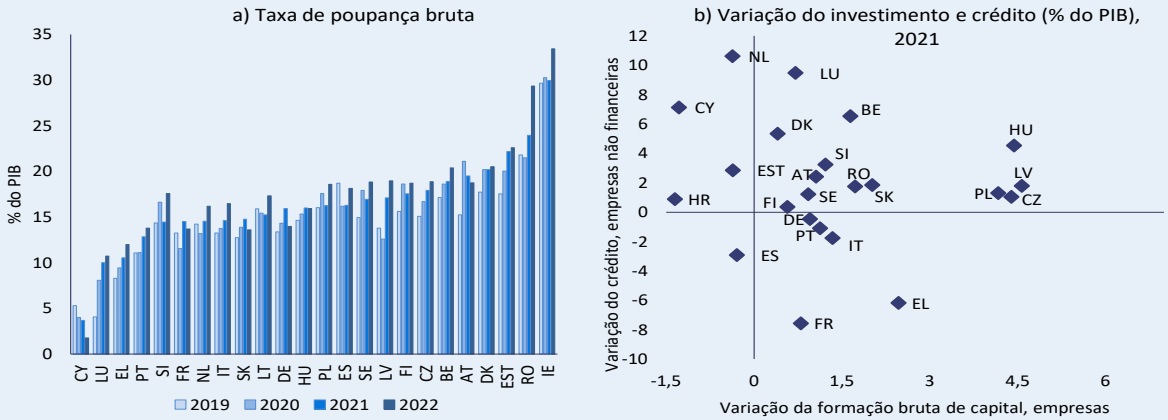
Caixa 2.3.1: Poupança das empresas e evolução do investimento

A poupança das empresas e a evolução do investimento podem fornecer informações úteis sobre a solidez das empresas e as vulnerabilidades associadas aos volumes de dívida das empresas. Um aumento da dívida das empresas para financiar o investimento é economicamente diferente de aumentos para cobrir custos inesperados, uma vez que a contração adicional de empréstimos para financiar o investimento tende a aumentar a produtividade e a capacidade de produção e, por conseguinte, a solidez das empresas. Ao mesmo tempo, as vulnerabilidades das empresas associadas a uma dívida elevada podem ser parcialmente atenuadas pelo aumento das poupanças ou dos depósitos. A presente caixa analisa mais pormenorizadamente o papel da poupança das empresas e da evolução do investimento na atenuação das vulnerabilidades das empresas no contexto da recuperação da pandemia de COVID-19 e do recente abrandamento económico.

As poupanças das empresas aumentaram em muitos Estados-Membros desde a pandemia de COVID-19 (gráfico 2.3.2 a). Muitas empresas acumularam poupanças a título preventivo no início da pandemia de COVID-19 para melhorar a sua situação de liquidez, parcialmente facilitadas por medidas de apoio. A poupança bruta das empresas começou a diminuir no quarto trimestre de 2021 e continuou a diminuir acentuadamente no primeiro semestre de 2022 face a um ano antes, mas na maioria dos países mantém-se acima do nível anterior à COVID-19. Contudo, prevê-se que a poupança das empresas, em percentagem do PIB, aumente globalmente na maioria dos Estados-Membros em 2022 (gráfico 2.3.2 a). Os depósitos começaram a diminuir no primeiro semestre de 2022 na maioria dos Estados-Membros, uma vez que muitas empresas necessitam de um volume substancial de liquidez para fazer face ao aumento acentuado dos custos dos fatores de produção, mas permaneceram acima do seu nível de 2019. A percentagem de lucros das empresas não financeiras na UE começou a moderar-se no primeiro semestre de 2022, mas continua acima do nível em que se encontrava antes da COVID-19.

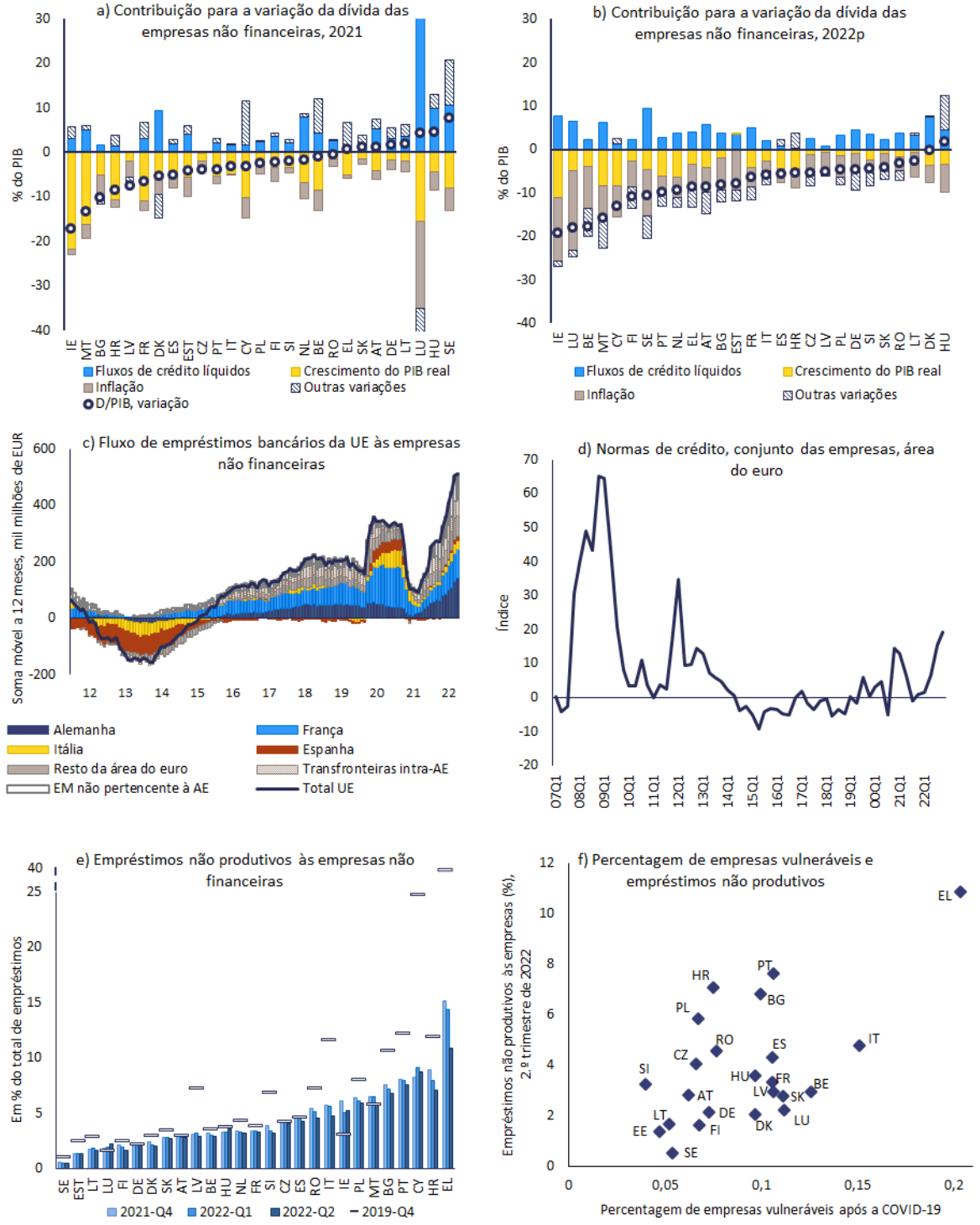
O investimento das empresas diminuiu acentuadamente com a crise da COVID-19, mas recuperou na maioria dos países em 2021. A recuperação foi forte, tendo os rácios de formação bruta de capital das empresas/PIB em 2021 excedido os níveis de 2019 em 16 dos 24 Estados-Membros para os quais existem dados disponíveis, exceto Alemanha, Áustria, Chipre, Eslováquia, Espanha, Irlanda, Luxemburgo e Países Baixos. Em 2021, o investimento e os fluxos de crédito líquidos, ambos em percentagem do PIB, aumentaram em muitos Estados-Membros (gráfico 2.3.2 b). Tal sugere que, em alguns países, foram utilizados empréstimos adicionais para financiar o investimento. De acordo com o inquérito sobre os empréstimos bancários do BCE, a necessidade de financiar investimentos fixos tornou-se um fator consideravelmente menos importante para a procura de empréstimos no decurso de 2022. Em termos reais, o investimento para o conjunto da UE continuou a aumentar ligeiramente no primeiro semestre de 2022, mas a um ritmo muito inferior ao anterior e ainda não regressou ao seu nível de 2019.

Gráfico 2.3.2: **Investimento, crédito e poupança de empresas não financeiras**



(1) A Irlanda foi retirada do painel direito pelo facto de o investimento ter sido muito volátil em 2021.
Fonte: Eurostat e Ameco.

Gráfico2.3.3: **Empresas não financeiras: gráficos selecionados**



Os fluxos de crédito líquidos (operações de dívida) correspondem às operações de empréstimo (F4) e aos títulos de dívida (F3), com base nas contas das operações financeiras setoriais do Eurostat.
Os critérios médios de concessão de crédito às empresas, a oferta de empréstimos, a percentagem líquida ponderada (restritiva menos flexibilizada ou inversa), com base na percentagem de cada país no total dos saldos de empréstimos do agregado da área. Para a definição de empresas vulneráveis, ver a nota de rodapé 24.
Fonte: Base de dados Ameco, Eurostat, BCE.

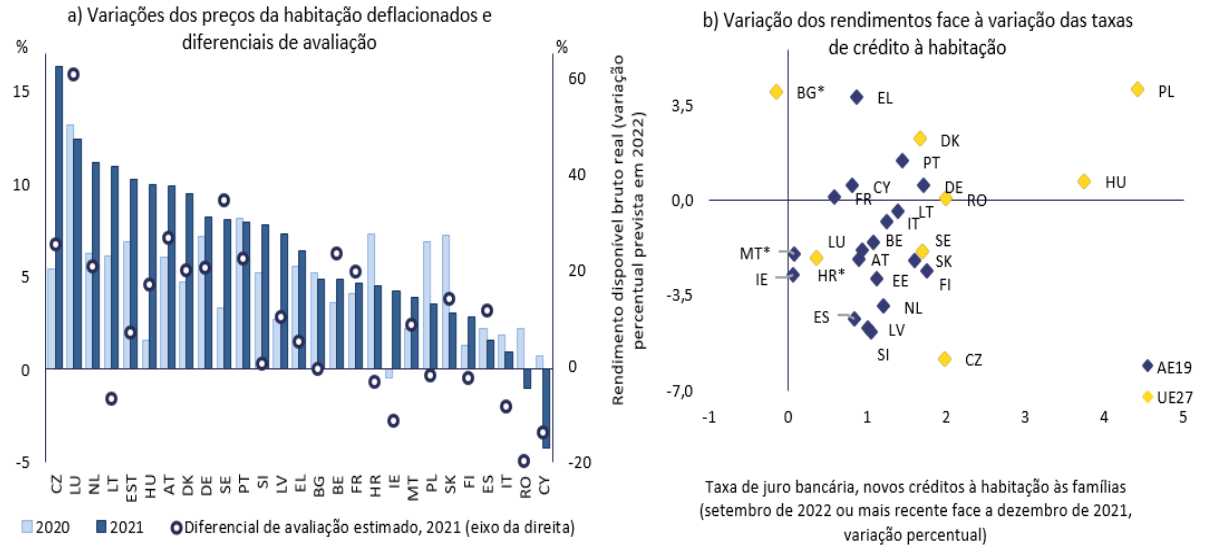
2.4. MERCADOS IMOBILIÁRIOS E DÍVIDA DAS FAMÍLIAS

Os preços da habitação voltaram a acelerar em 2021, estimando-se que estejam sobreavaliados em mais de 10 % em metade dos países da UE. Desde o surto da pandemia de COVID-19, o crescimento dos preços da habitação acelerou e, no final de 2021, estima-se que os preços estivessem sobreavaliados em mais de 10 % em vários Estados-Membros e em mais de 20 % em muitos outros (gráfico 2.4.1 a) ([25]). A aceleração dos preços da habitação é mais evidente em termos nominais, mas mesmo os preços da habitação deflacionados, num período de inflação elevada, aceleraram na maioria dos países. As restrições da oferta continuam a existir no mercado da habitação e, juntamente com os elevados custos de construção, contribuem para preços mais elevados da habitação, juntamente com uma forte procura.

No primeiro semestre de 2022, as taxas de crescimento dos preços da habitação bateram recordes, mas espera-se uma moderação a curto e médio prazo. As baixas taxas do crédito à habitação e o crescimento dos rendimentos estiveram associados ao aumento dos preços do crédito e da habitação ao longo da última década, embora, desde o início da pandemia, a aceleração seja demasiado significativa para ser explicada por estes fatores. Espera-se que o aumento das taxas de juro promova uma certa moderação dos preços da habitação e os dados anuais recentes de 2022 mostram que é o que está a acontecer em muitos países da UE, mas não em todos. As taxas do crédito à habitação continuam a estar consideravelmente inferiores à inflação, gerando taxas de juro reais negativas sem precedentes e incentivando novas aquisições de bens imobiliários, mas o aumento esperado do custo de novos créditos à habitação deverá moderar a procura de habitação e os preços da habitação no futuro. Do mesmo modo, a queda do poder de compra causada pelo aumento da inflação, bem como a incerteza quanto à robustez da economia e dos rendimentos das famílias, deverão igualmente atenuar a procura de habitação e, deste modo, também contribuir para atenuar o crescimento dos preços da habitação. Em alguns países, as taxas de crédito à habitação já aumentaram significativamente, enquanto os rendimentos reais estão a diminuir ou a estagnar na maioria dos países da UE (gráfico 2.4.1 b).

([25]) Os diferenciais de valorização dos preços da habitação são calculados em relação a valores de referência, a fim de ter em conta efeitos específicos 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 de longo prazo; ii) o desvio do rácio preço/renda relativamente à sua média de 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. Philiponnet e A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU» (não traduzido para português), Documento de Discussão 48 da Comissão Europeia de maio de 2017].

Gráfico 2.4.1: **Evolução dos preços da habitação e indicadores fundamentais**



(1) No painel a, os países são apresentados por ordem decrescente de crescimento deflacionado dos preços da habitação em 2021. Para mais informações sobre o assunto e sobre a metodologia, ver a nota de rodapé 25.
(2) No painel b, as taxas de juro bancárias sobre novos créditos à habitação para as famílias são a média do total dos empréstimos, calculada ponderando os volumes com uma média móvel (definida para efeitos do custo dos empréstimos) para os países da área do euro (diamantes azuis) e a média mensal sem ponderação dos volumes para países não pertencentes à área do euro (diamantes amarelos). (*) O rendimento disponível bruto real é substituído pela remuneração real dos trabalhadores. A última taxa de juro disponível para a Hungria é de agosto de 2022.
Fonte: Eurostat, base de dados Ameco, BCE, previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2022 e estimativas dos serviços da Comissão relativas ao cálculo dos diferenciais de valorização dos preços da habitação em 2021.

Após o aumento em 2020, os rácios da dívida das famílias em relação ao PIB diminuíram em 2021 na maioria dos países da UE, embora os fluxos de crédito líquidos tenham aumentado. Os rácios da dívida das famílias em relação ao PIB diminuíram em 2021 comparativamente a 2020 devido ao aumento do PIB, mas mantiveram-se mais elevados do que em 2019 em vários países e não se prevê qualquer alteração de fundo em 2022 (gráficos 2.4.3 a e b). Contudo, os fluxos líquidos de crédito às famílias foram positivos em quase todos os países da UE, aumentando mesmo nos casos em que o endividamento das famílias já é elevado. O endividamento das famílias afigura-se elevado em quase metade da UE, quando comparado com valores de referência que representam os indicadores económicos fundamentais específicos de cada país e com limiares que representam preocupações prudenciais ([26]).

Em 2022, a evolução do crédito bancário tem sido desigual em toda a UE, tendo o crescimento do crédito desacelerado especialmente na área não euro. Fora da área do euro, as taxas de juro do crédito à habitação aumentaram significativamente em conjunto com as taxas do mercado monetário. É o caso, em especial, dos países que enfrentam uma depreciação da sua taxa de câmbio nominal. Na área do euro, a evolução é mais desigual, mas o custo do crédito também aumentou recentemente (gráfico 2.4.1 b). Os fluxos líquidos de crédito bancário desaceleraram apenas num número muito limitado de países da área do euro, enquanto nos países não pertencentes à área do euro a desaceleração é mais visível (gráfico 2.4.2 b).

No futuro, existem riscos associados à capacidade das famílias para pagar empréstimos à habitação. Na maioria dos Estados-Membros, a percentagem de empréstimos com taxas de juro fixadas para um período até cinco anos é elevada, superior a 80 % em oito países da UE e entre

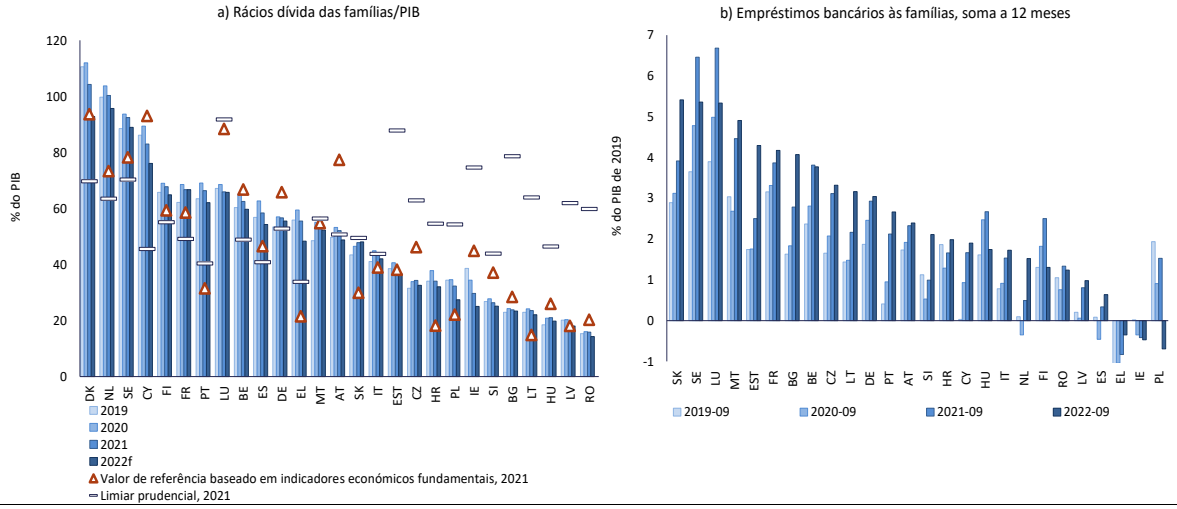
([26]) Ver a nota de rodapé 22.

40 % e 80 % noutros nove, tornando as famílias desses países mais vulneráveis ao aumento das taxas de juro. Os rendimentos dos agregados familiares estarão sob pressão, com o aumento das faturas de energia a reduzir os rendimentos disponíveis para outras despesas. Estes dois efeitos criam um risco de tensão no balanço, não obstante as taxas de juro reais estarem muito baixas e até mesmo negativas. Uma recessão económica mais profunda ou duradoura, com um impacto negativo no emprego, pode desencadear novas dificuldades de reembolso dos empréstimos e diferimentos.

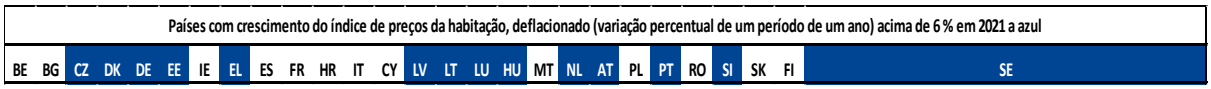
Os riscos para a economia decorrentes de um ajustamento descendente substancial dos preços da habitação são de alguma forma atenuados por ponderações mais baixas do setor na economia e por medidas macroprudenciais, mas não podem ser descartados. Em 2021, a atividade da construção foi mais elevada nos países onde os preços da habitação estão mais sobrevalorizados, mas ainda abaixo dos níveis máximos. Este aspeto pode reduzir o impacto de qualquer ajustamento em baixa sobre os preços, uma vez que o valor acrescentado e o emprego seriam menos afetados do que antes da crise financeira mundial, embora o crescimento do consumo das famílias pudesse ser reduzido por efeitos de riqueza. Além disso, é provável que qualquer redução dos preços da habitação seja mais moderada, uma vez que os fatores estruturais que levaram à restrição da oferta de habitação continuariam a existir. As medidas macroprudenciais em vigor reduziram igualmente os riscos para a estabilidade financeira global relacionados com o mercado da habitação (ver a caixa 2.4.1). Apesar destes fatores atenuantes, subsistem riscos que podem repercutir-se noutros setores e criar ciclos viciosos negativos que revelem deficiências sistémicas.

As diferentes dinâmicas dos países no que toca ao mercado da habitação, agravadas pela política monetária comum, podem conduzir a tendências divergentes na área do euro. Mesmo que o risco de grandes correções dos preços na habitação pareça moderado, existem desafios relacionados com os elevados níveis de créditos à habitação, em especial quando as taxas de juro têm um período de fixação baixo, os créditos à habitação têm prazos de vencimento longos e as avaliações da habitação são superiores aos indicadores fundamentais. A situação varia muito entre os membros da área do euro, o que pode levantar alguns desafios no contexto de uma política monetária comum. Atualmente, a maior restritividade das condições monetárias e de financiamento na área do euro pode ser insuficiente para moderar o preço da habitação em países onde a oferta de habitação é muito limitada. Pelo contrário, nos países onde a oferta é mais flexível, uma maior restritividade das condições financeiras pode fazer baixar os preços da habitação, com um impacto negativo no setor da construção. Tal pode aumentar a importância das políticas específicas de cada país, em especial as relacionadas com a tributação da habitação e com o endividamento e os reembolsos das famílias, bem como com as medidas e políticas macroprudenciais do lado da oferta.

Gráfico 2.4.2: **Endividamento das famílias e empréstimos bancários às famílias**



(1) No painel a, os países são apresentados por ordem decrescente do rácio dívida das famílias/PIB em 2021. A dívida inclui empréstimos (F4) e títulos de dívida (F3). Para mais informações sobre o assunto e sobre a metodologia, ver a nota de rodapé 25.
(2) No painel b, os países são apresentados por ordem decrescente do rácio empréstimos bancários/PIB. Os empréstimos são empréstimos ajustados (fluxos líquidos), tal como comunicados pelo BCE. Não existem dados disponíveis para a Dinamarca.
Fonte: Eurostat, base de dados Ameco, BCE, previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2022 e estimativas dos serviços da Comissão.



A nível nacional, importa destacar a seguinte evolução do mercado da habitação e do endividamento das famílias:

- Em 2021, o crescimento deflacionado dos preços da habitação ultrapassou o limiar de 6 % do painel de avaliação em 14 Estados-Membros: Alemanha, Áustria, Chéquia, Dinamarca, Eslovénia, Estónia, Grécia, Hungria, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal e Suécia. No segundo trimestre de 2022, os preços da habitação estavam ainda a acelerar e a crescer mais de 20 % em termos nominais relativamente aos registados um ano antes na Chéquia, Estónia, Lituânia e Hungria; noutros 12 Estados-Membros — Alemanha, Áustria, Bulgária, Croácia, Eslováquia, Eslovénia, Irlanda, Letónia, Luxemburgo, Países Baixos, Polónia e Portugal — o crescimento dos preços situou-se entre 10 % e 20 %.

- Os Estados-Membros com preços da habitação sobrevalorizados em mais de 20 % incluem a Alemanha, a Áustria, a Bélgica, a Chéquia, a Dinamarca, o Luxemburgo, os Países Baixos, Portugal e a Suécia. Em França e na Suécia, o endividamento das famílias está acima dos níveis prudenciais, o crédito às famílias é elevado e estima-se que, no final de 2022, o endividamento das famílias venha a ser mais elevado do que em 2019. Enquanto no caso da França, a maioria dos créditos à habitação tem taxas fixas, na Suécia, mais de dois terços dos créditos à habitação têm taxas de juro variáveis com um período fixo até apenas um ano, o que expõe mais as famílias aos riscos de aumento dos pagamentos de créditos à habitação devido a taxas de juro mais elevadas. No Luxemburgo, a sobrevalorização dos preços da habitação é a mais elevada da UE e o endividamento das famílias é muito elevado em relação ao rendimento das famílias; além disso, o crédito está a expandir-se rapidamente. Na Alemanha, na Áustria e na Chéquia, o endividamento das famílias está abaixo ou em consonância com os níveis

prudenciais, mas os fluxos de crédito às famílias são elevados. A Alemanha e a Áustria receberam recentemente recomendações do CERS sobre o respetivo mercado imobiliário residencial. Na Bélgica, o endividamento das famílias está acima dos níveis prudenciais e, em Portugal, está acima tanto dos níveis prudenciais como dos indicadores fundamentais. Também em Portugal, dois terços dos créditos à habitação têm taxas de juro fixadas apenas até um ano, tendo os restantes créditos à habitação, na sua maioria, taxas fixadas para um período entre um e cinco anos.

- Na Eslováquia, Espanha, Estónia, França, Grécia, Hungria, Letónia e Malta, os preços da habitação também foram sobreavaliados em 2021 e aumentaram rapidamente no primeiro semestre de 2022. Nestes países, com exceção da Estónia e da Letónia, o endividamento das famílias também está acima do limiar prudencial ou está a aumentar e a aproximar-se dos valores de referência. Na Eslováquia, o endividamento das famílias tem vindo a aumentar ao longo do tempo, é superior ao indicador de referência fundamental e prevê-se que ultrapasse o limiar prudencial este ano.

- Na Bulgária, Croácia, Eslovénia, Irlanda, Lituânia e Polónia, os preços nominais da habitação também estão a aumentar a um ritmo acelerado, acima de 10 % relativamente aos valores registados um ano antes no primeiro semestre de 2022.

- Em Chipre e na Finlândia, os preços da habitação não parecem sobrestimados, mas existem problemas relacionados com o endividamento das famílias. Em Chipre, o endividamento das famílias está a diminuir e é inferior ao indicador de referência fundamental, mas estima-se que esteja ligeiramente acima do limiar prudencial. Na Finlândia, o endividamento das famílias está igualmente acima dos níveis prudenciais e dos indicadores fundamentais. Nos dois países, mais de 90 % dos créditos à habitação têm taxas de juro variáveis ou são fixados até apenas um ano.

Caixa 2.4.1: Avaliação das vulnerabilidades do setor imobiliário residencial pelo CERS

O Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) tem avaliado sistematicamente as vulnerabilidades do setor imobiliário residencial a médio prazo nos países do Espaço Económico Europeu (EEE) desde 2016 ([27]). O CERS tem estado ativo na avaliação das vulnerabilidades dos imóveis residenciais em todo o EEE e, após ter emitido um primeiro conjunto de alertas em 2016, emitiu um conjunto de recomendações específicas por país em 2019, juntamente com outros alertas sobre vulnerabilidades a médio prazo no setor imobiliário residencial. O CERS pode emitir alertas se considerar necessário assinalar vulnerabilidades e tendências suscetíveis de perturbar a estabilidade financeira, sendo que as recomendações são emitidas não só para assinalar os riscos para a estabilidade financeira, mas também para indicar as medidas corretivas necessárias. A última avaliação foi publicada em fevereiro de 2022.

A avaliação do CERS de fevereiro de 2022 conclui que os riscos para o setor imobiliário residencial decorrentes do rápido crescimento dos preços da habitação e do aumento do endividamento das famílias continuaram a aumentar em vários países. As principais vulnerabilidades salientadas pela avaliação do CERS são de médio prazo e, dependendo do país, estão relacionadas com o rápido crescimento dos preços da habitação e a possível sobrevalorização dos imóveis residenciais (à medida que aumenta o diferencial entre o crescimento dos preços da habitação e o rendimento disponível das famílias), o nível e a dinâmica do endividamento das famílias, o crescimento do crédito à habitação e sinais de uma flexibilização das normas de concessão de empréstimos. As vulnerabilidades específicas variam de país para país, sendo possível encontrar os pormenores sobre os casos mais preocupantes nos alertas e nas recomendações individuais. Para além das considerações de política macroprudencial, em vários países, algumas vulnerabilidades subjacentes seriam atenuadas de forma mais eficiente com a ajuda das reformas das políticas de habitação e de tributação.

Quadro 2.4.1:

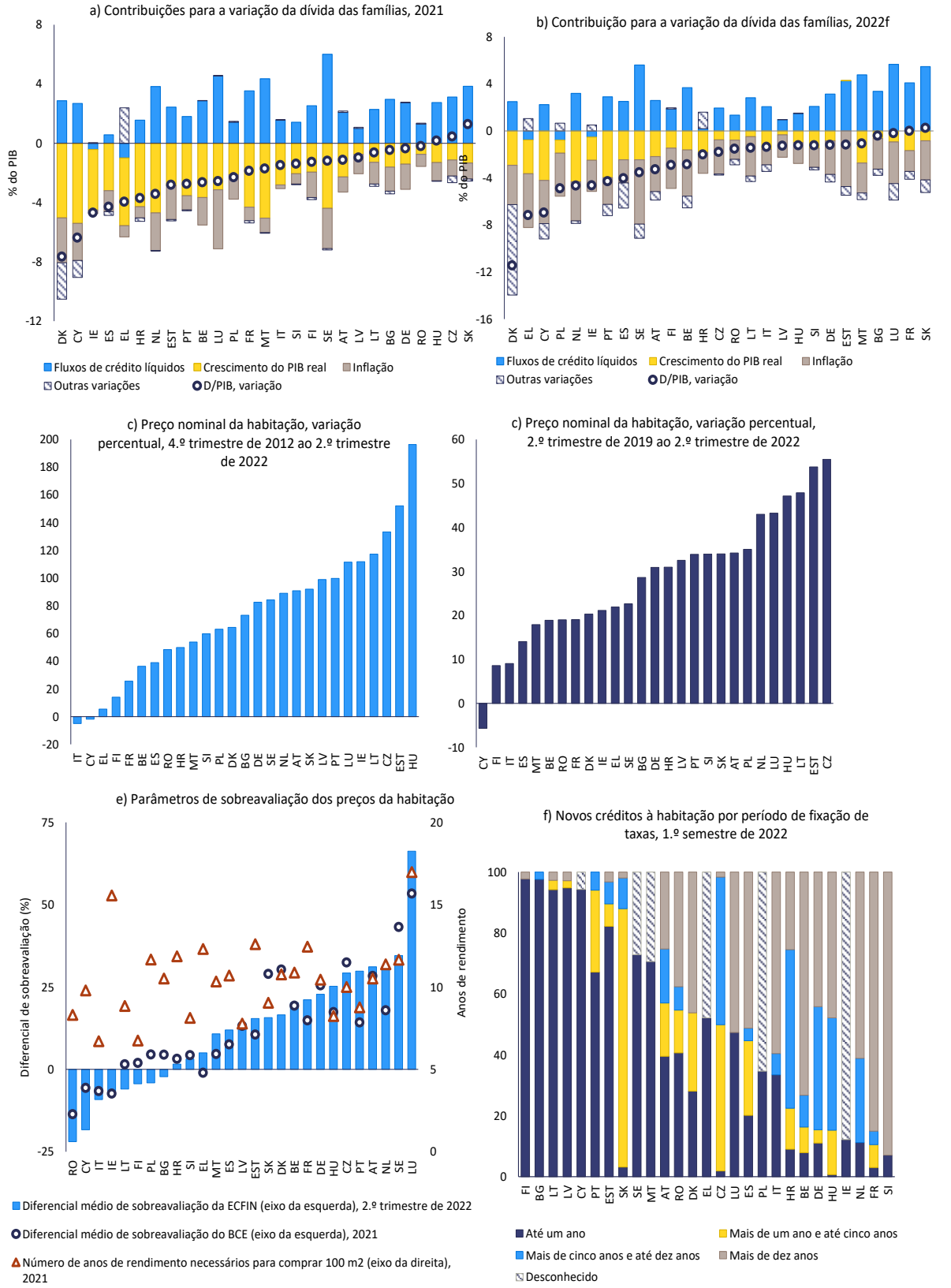
		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EST	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
Avaliação de riscos do CERS 2022	Riscos de *stock*	A	A	A	A	M	M	M	M	M	M	M	M	B	B	B	B	B	M	M	M	M						
	Riscos de fluxos	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	M	M	M	M						
	Risco global	A	A	A	A	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Política adequada e suficiente, 2022		**Não**	**Não**	**Não**	**Não**	**Não**	Sim	**Não**	Sim	Sim	**Não**	Sim	Sim	**Não**	Sim	**Não**	**Não**	Sim	Sim	Sim	**Não**	Sim						
Advertência (A) ou Recomendação (R) em	2016	A	A	A	A	A				A											A							
	2019	**R**	**R**	**R**	**R**		A	A		**R**									A		**R**							
	2022					**R**		**R**			A			A		A	A											

(1) NA - não avaliado.
Fonte: CERS.

Na sequência da sua avaliação, o CERS emitiu quatro alertas específicos por país e duas recomendações sobre vulnerabilidades a médio prazo do setor imobiliário residencial para os países da UE. Foram emitidos alertas a quatro países da UE com vulnerabilidades recentemente identificadas: Bulgária, Croácia, Eslováquia e Hungria. Foram emitidas recomendações à Alemanha e à Áustria, que já tinham recebido alertas do CERS em 2019 e 2016, respetivamente, e cujas vulnerabilidades não foram suficientemente acauteladas. As vulnerabilidades do setor imobiliário residencial mantiveram-se elevadas nos países que receberam recomendações do CERS em 2019. Na Dinamarca, na Finlândia, no Luxemburgo, nos Países Baixos e na Suécia, as vulnerabilidades persistiram, não obstante as medidas recentemente adotadas para as resolver. Na maioria destes casos, os preços da habitação continuaram a aumentar ou aumentaram ainda mais rapidamente do que antes, o que fez com que a sobrevalorização dos preços da habitação se mantivesse inalterada ou tivesse aumentado. Os riscos relacionados com o endividamento das famílias também se mantiveram inalterados ou aumentaram em vários países. Para os restantes países do EEE, ou o CERS não identificou uma acumulação de vulnerabilidades materiais no setor imobiliário residencial, ou essas vulnerabilidades foram identificadas, mas a atual orientação política foi considerada suficiente para as resolver.

([27]) CERS (2016), «Vulnerabilities in the EU residential real estate sectors» (não traduzido para português), novembro de 2016; CERS (2019), «Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries» (não traduzido para português), setembro de 2019 e CERS(2022), «Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries» (não traduzido para português), fevereiro de 2022.

Gráfico 2.4.3: **Endividamento das famílias e preços da habitação: gráficos selecionados**



Fonte: Base de dados Ameco, Eurostat, BCE, serviços da Comissão.

2.5. SETOR DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Os rácios da dívida pública diminuíram na maioria dos Estados-Membros em 2021, mas permanecem muito acima dos níveis anteriores à pandemia. Em 2021, o rácio dívida/PIB diminuiu em quase todos os países da UE, tendo o agregado da UE diminuído cerca de 2 pontos percentuais. Esta diminuição resulta da recuperação do PIB nominal após 2020, ao mesmo tempo que se mantiveram condições de financiamento favoráveis. Em contrapartida, os défices orçamentais, embora inferiores aos de 2020, continuaram a ser consideráveis em muitos casos, situando-se, em média, em 5,1 % do PIB para a área do euro e em 4,6 % do PIB para a UE, uma vez que as políticas orçamentais se mantiveram expansionistas. Em especial, os défices orçamentais continuaram a refletir o impacto das importantes medidas de emergência temporárias relacionadas com a COVID-19 para apoiar as famílias e as empresas afetadas pela pandemia, que corresponderam a cerca de 3¼ % do PIB no agregado da UE.

Em 2022, prevê-se que o rácio dívida pública/PIB continue a diminuir na maioria dos países da UE. Na maioria dos Estados-Membros, prevê-se que a dívida pública diminua 3½ pontos percentuais em termos agregados em 2022, mas que continue a ser superior aos níveis de 2019, em alguns casos cerca de 15 pontos percentuais. A melhoria resulta da continuação do crescimento económico nominal, que é superior ao custo implícito da dívida, juntamente com uma nova redução dos défices, apesar dos importantes pacotes de apoio às famílias e às empresas relacionados com os elevados preços da energia, após dois anos de apoio orçamental substancial prestado no contexto da pandemia de COVID-19. As descidas do rácio da dívida foram mais significativas nos países mais endividados, uma vez que o crescimento económico tem um efeito de desalavancagem mais forte quando os rácios dívida/PIB são mais elevados. Em alguns países com rácios da dívida pública baixos ou moderados, prevê-se que esses rácios continuem a crescer.

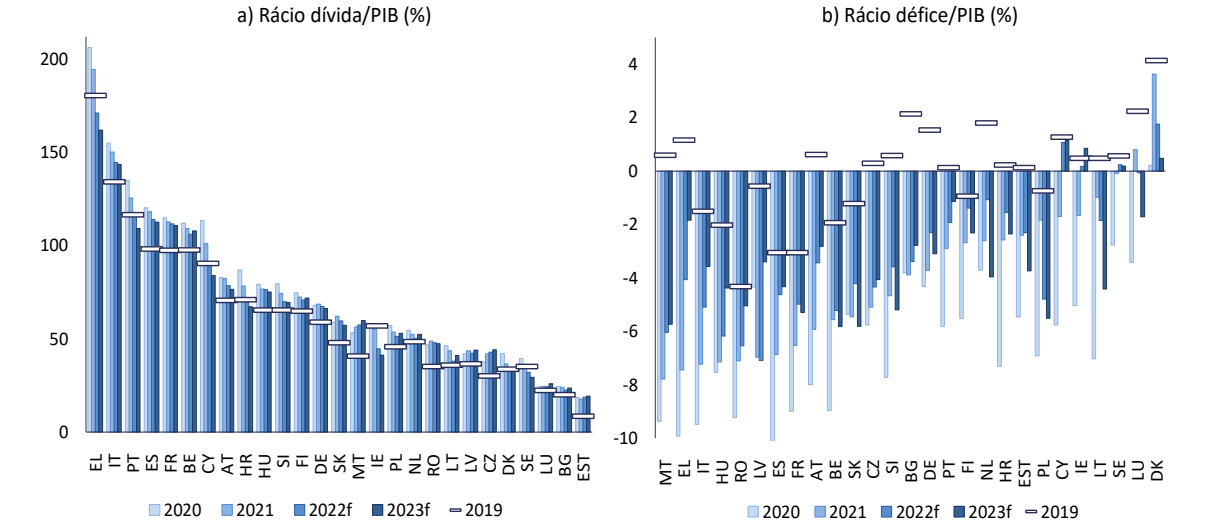
As perspetivas para 2023 apontam para descidas mais ligeiras ou para uma estabilização dos rácios da dívida pública na maioria dos países da UE. Em 2023, prevê-se que o enfraquecimento da atividade económica conduza a reduções menores do rácio da dívida, enquanto se espera que os défices orçamentais aumentem em termos agregados, com alguma diferenciação entre países. Prevê-se que, até 2023, os rácios da dívida pública atinjam os valores registados antes da COVID-19, mas apenas numa minoria de Estados-Membros (gráfico 2.5.1). Nos próximos meses, poderá haver medidas específicas adicionais para apoiar as famílias e as empresas vulneráveis, o que transferiria parte do custo da crise energética para o setor público e aumentaria a dívida pública. Além disso, uma maior restritividade das condições de financiamento ou dos movimentos cambiais pode ter um impacto adverso no desempenho orçamental, especialmente nos países não pertencentes à área do euro, onde a percentagem da dívida denominada em moeda estrangeira é frequentemente significativa. Uma inflação mais elevada poderia contribuir para reduzir o peso da dívida, na medida em que aumenta o PIB nominal, mas a existência de prémios de risco mais elevados e uma atividade económica mais fraca podem contribuir para aumentar os rácios da dívida pública e, por sua vez, colocar desafios não só à sustentabilidade orçamental, mas também a outros setores da economia (ver a caixa 2.5.1).

Os custos do serviço da dívida podem aumentar devido a taxas de juro nominais mais elevadas. Em termos reais, as previsões atuais apontam para que as taxas de juro se mantenham negativas na área do euro. Em 2022, as taxas de rendibilidade das obrigações soberanas têm vindo a aumentar em toda a área do euro, com os *spreads* a aumentar ligeiramente à medida que os mercados têm em conta o risco. Apesar da maior restritividade da política monetária, prevê-se

que as taxas de juro reais continuem a ser negativas e que as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro permaneçam entre as mais baixas do mundo. Contudo, as taxas de rendibilidade das obrigações dos Estados-Membros com dívidas elevadas registaram aumentos ligeiramente mais fortes durante o terceiro trimestre, mas os prazos de vencimento da dívida mais longos ajudam a amortecer o impacto. A possibilidade de um aumento das taxas de juro e de um PIB nominal negativo, que seria uma situação mais adversa do que a previsão atual, não pode ser descartada. Neste caso, as taxas de juro podem vir a exceder o crescimento nominal do PIB, aumentando a pressão para melhorar as posições orçamentais em alguns países com uma dívida elevada. A introdução do Instrumento de Proteção da Transmissão pelo BCE, em julho de 2022, para assegurar uma transmissão monetária ordenada em todos os Estados-Membros da área do euro, oferece alguma garantia contra uma forte deterioração das condições de financiamento, desde que as suas condições relativas à política económica sejam cumpridas.

Os Estados-Membros não pertencentes à área do euro enfrentam custos de serviço da dívida mais elevados devido ao alargamento dos *spreads* das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas e à exposição à dívida denominada em moedas estrangeiras. A maior restritividade global das condições de financiamento teve um impacto mais pronunciado fora da área do euro. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas são especialmente elevadas na Hungria, na Polónia e na Roménia. Além disso, os países não pertencentes à área do euro têm uma percentagem significativa da dívida pública denominada em moeda estrangeira, especialmente a Bulgária ([28]) (74 %) e a Roménia (52 %), mas também a Hungria (22 %), a Polónia (22 %) e a Suécia (17 %).

Gráfico 2.5.1: **Dívida pública e défice em relação ao PIB**



(1) Os países estão apresentados por ordem decrescente do rácio dívida/PIB e défice/PIB em 2021.
Fonte: Base de dados Ameco e serviços da Comissão Europeia.

Países com dívida pública (% do PIB) acima de 60 % em 2021 a azul																							
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

([28]) A Bulgária mantém uma taxa de câmbio fixa em relação ao euro através de um fundo de estabilização cambial e aderiu ao MTC II em julho de 2020.

A nível dos países, importa evidenciar os seguintes desenvolvimentos no setor público:

- No final de 2021, os rácios dívida pública/PIB situavam-se acima de 60 % na Alemanha, Áustria, Croácia, Eslováquia, Eslovénia, Finlândia e Hungria, e acima de 100 % na Grécia, Itália, Portugal, Espanha, França, Bélgica e Chipre. Os rácios dívida/PIB diminuíram em todos esses Estados-Membros em 2021, exceto na Alemanha e na Eslováquia, prevendo-se que continuem a diminuir na maioria desses Estados-Membros em 2022 e 2023.

- A Grécia foi identificada como apresentando elevados riscos de sustentabilidade orçamental a curto prazo (ver a caixa 2.5.1). O seu rácio dívida pública/PIB é o mais elevado da UE, muito acima de 100 %, e o défice orçamental continua a ser considerável, mas prevê-se que diminua acentuadamente. Espera-se que as necessidades brutas de financiamento diminuam nos próximos anos.

- A médio prazo, considera-se que nove Estados-Membros enfrentam elevados riscos em matéria de sustentabilidade orçamental, nomeadamente a Bélgica, a Eslováquia, a Eslovénia, a Espanha, a França, a Grécia, a Itália, Portugal e a Roménia. Os países com os rácios da dívida mais elevados são particularmente vulneráveis a alterações nas condições de financiamento. Num cenário em que o diferencial entre o crescimento e os juros aumentaria 1 ponto percentual, a dívida aumentaria mais de 10 pontos percentuais do PIB até 2023 em Itália, Grécia, Espanha e Portugal (ver a caixa 2.5.1).

- A Roménia e a Hungria caracterizam-se por défices orçamentais persistentemente elevados e por taxas de rendibilidade das obrigações crescentes, e a dívida denominada em moeda estrangeira é relevante para os dois países, em especial o primeiro. Na Hungria, a dívida pública também é superior a 60 % do PIB e as necessidades brutas de financiamento público são elevadas. Na Roménia, prevê-se que o rácio dívida pública/PIB diminua ligeiramente à luz da esperada melhoria dos resultados orçamentais.

Caixa 2.5.1: Alteração das condições de financiamento — um cenário adverso de «taxa de juro-taxa de crescimento económico»

A Comissão avalia os riscos de sustentabilidade a curto, médio e longo prazos dos Estados-Membros. Considera que a Grécia apresenta vulnerabilidades a curto prazo devido a variáveis orçamentais e macrofinanceiras ([29]). A médio prazo, considera-se que nove Estados-Membros enfrentam elevados riscos em matéria de sustentabilidade orçamental, designadamente a Bélgica, a Eslováquia, a Eslovénia, a Espanha, a França, a Grécia, a Itália, Portugal e a Roménia. Os riscos resultam de:

- rácios da dívida elevados ou crescentes, sobretudo relacionados com uma situação orçamental fraca,
- aumento da incerteza em torno das projeções de base,
- vulnerabilidade a cenários macrofinanceiros adversos,
- a dimensão do ajustamento orçamental necessário para reduzir o rácio dívida/PIB para 60 % a médio prazo, ou seja, o indicador S1.

Para além da análise da dívida e da classificação de risco, existem outros fatores que podem afetar a sustentabilidade orçamental ([30]). Pela negativa, os passivos contingentes que são elevados para a UE no seu conjunto, mas também com grandes diferenças entre países, podem ter um impacto significativo na dívida pública e no défice. O mesmo se aplica ao risco dos passivos contingentes provenientes do setor bancário. Pela positiva, os riscos para a sustentabilidade orçamental são atenuados pelo prolongamento da maturidade da dívida, que tem sido observado nos últimos anos, ou pelo impacto das reformas e dos investimentos realizados no quadro do MRR no crescimento do PIB, que se espera no médio e longo prazos.

Impacto de um cenário «taxas de juro - taxa de crescimento económico» adverso relativo ao nível projetado da dívida em 2032 (pontos percentuais)

country	Impacto
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EST	1,84
LU	1,66
SE	1,38

Fonte: Serviços da Comissão Europeia

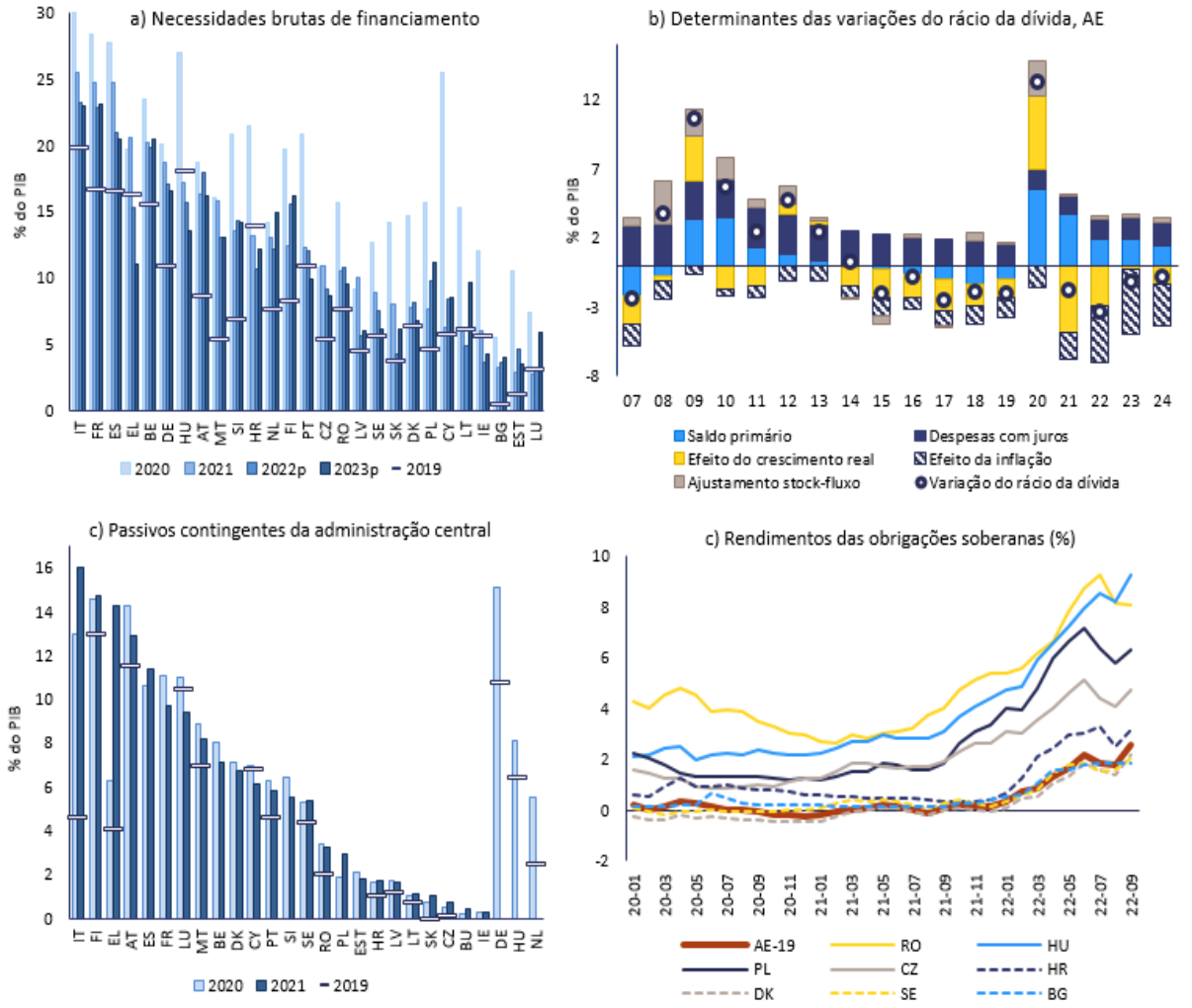
A incerteza e a evolução da conjuntura económica podem desempenhar um papel crucial na sustentabilidade orçamental. As condições de financiamento têm sido favoráveis ao longo da última década, uma vez que a taxa de juro baixa associada resultou do envelhecimento das sociedades, do menor crescimento da produtividade e da política monetária gerida pelos bancos centrais. Um «taxa de juro-taxa de crescimento económico» negativo, em que o crescimento económico excede as taxas de juro, atenua, em certa medida, os desafios orçamentais, mas não os elimina, uma vez que o diferencial pode ser invertido à medida que as condições se alteram. É precisamente por esta razão que a avaliação dos riscos de sustentabilidade se reveste atualmente de especial importância quando a taxa de juro está a aumentar à medida que a taxa de crescimento económico diminui, devido à alteração das condições de financiamento e ao enfraquecimento da situação económica em geral.

Ao longo da próxima década, a existência de resultados de crescimento mais fracos ou taxas de juro mais elevadas pode conduzir a rácios da dívida mais elevados na ausência de medidas políticas. A análise de base relativamente à sustentabilidade orçamental foi realizada com base no pressuposto de existirem condições de financiamento favoráveis. Além disso, foi concebido um cenário adverso para captar um aumento ou mesmo uma inversão do «taxa de juro-taxa de crescimento económico». Neste cenário, na maioria dos países da UE, prevê-se que a projeção «taxa de juro-taxa de crescimento económico» permaneça negativa em 2032, mas mais elevada do que o previsto no cenário de base. Consequentemente, a dívida projetada no cenário adverso seria mais elevada em 2032 em comparação com o cenário de base.

([29]) A classificação do risco relativo à sustentabilidade orçamental baseia-se nas previsões da primavera de 2022 da Comissão (apresentadas também na secção relativa aos países do presente Relatório sobre o Mecanismo de Alerta).

([30]) Comissão Europeia (2022): *Fiscal Sustainability Report* (não traduzido para português), Documento institucional 171.

Gráfico 2.5.2: **Setor público: gráficos selecionados**



Fonte: serviços da Comissão Europeia

2.6. SETOR FINANCEIRO

O setor bancário da UE demonstrou resiliência ao impacto da pandemia em 2021, mas continuou a ser desafiado por uma rendibilidade estruturalmente baixa. O rácio de fundos próprios principais de nível 1 (FPP1) permaneceu elevado e estável no último ano (terceiro trimestre de 2021 — segundo trimestre de 2022) (gráfico 2.6.1 a). A rendibilidade dos capitais próprios recuperou acima dos níveis anteriores à pandemia, num contexto de resultados de exploração mais elevados e de provisões mais baixas registados durante este período, mas a rendibilidade continua a ser um desafio estrutural em toda a UE devido ao excesso de capacidade e à baixa relação custo-eficiência ([31]). A alienação dos antigos empréstimos não produtivos (NPL) prosseguiu em 2021 e no primeiro semestre de 2022, embora não se tenha registado um aumento significativo de novos empréstimos não produtivos, apesar da retirada gradual das moratórias sobre os reembolsos de empréstimos introduzidas após o surto pandémico de COVID-19 (gráfico 2.6.1 b). A concessão de crédito a empresas não financeiras continuou, não obstante as garantias estatais concedidas durante o surto de COVID-19 terem expirado gradualmente e, em alguns países, uma maior restritividade macroprudencial. O crédito às famílias aumentou de forma constante em 2021, num contexto de forte aumento dos preços da habitação em toda a UE (gráfico 2.6.2 a). As condições de crédito começaram a tornar-se mais restritivas no segundo semestre de 2021 e as taxas ativas aumentaram juntamente com uma maior restritividade monetária, especialmente nos países não pertencentes à área do euro (gráficos 2.6.2 b e c).

No futuro, é provável que a deterioração das perspetivas económicas tenha um impacto adverso na qualidade dos ativos e na rendibilidade dos bancos. Embora o impacto da invasão da Ucrânia pela Rússia no setor financeiro da UE tenha sido limitado até à data devido à baixa exposição financeira direta, existem riscos de efeitos indiretos. A deterioração das perspetivas económicas e o impacto tardio da retirada das medidas de apoio podem conduzir a uma subida dos rácios de NPL, que, para os bancos de dimensão média grande da UE, se situavam em 1,8 % no final do segundo trimestre de 2022 ([32]). Esta situação é suportada por um elevado nível de diferimentos e uma percentagem de empréstimos classificados como improdutivos (empréstimos da fase 2) (gráfico 2.6.2 d), que se situaram em 9,5 % na área do euro no segundo trimestre de 2022 ([33]) ([34]). Esta situação está muito acima dos níveis anteriores à pandemia e a quantidade destes empréstimos continua a aumentar para setores que não recuperaram totalmente da pandemia ([35]). Os rácios de fundos próprios diminuíram ligeiramente no início de 2022, no contexto de aumentos dos ativos ponderados pelo risco, mas permaneceram estáveis no segundo trimestre de 2022, com o rácio FPP1 agregado para os grandes bancos a manter-se nos 15 % ([36]). A rendibilidade dos capitais próprios situou-se em 7,9 % no segundo trimestre de 2022,

([31]) Análise da Estabilidade Financeira do BCE, maio de 2022.

([32]) Principais indicadores de risco da EBA.

([33]) Nos termos da IFRS 9, as entidades aplicáveis devem agora colocar os instrumentos financeiros em três fases distintas, nomeadamente os «produtivos» (fase 1), os «improdutivos» (fase 2) e os «não produtivos» (fase 3). A fase 2 refere-se a empréstimos com um aumento significativo do risco de crédito desde o reconhecimento inicial.

([34]) Dados bancários de supervisão do BCE.

([35]) Em setembro de 2022, a Autoridade Bancária Europeia (EBA) lançou o seu exercício anual de transparência à escala da UE de 2022 e espera divulgar as informações sobre as exposições dos bancos e a qualidade dos ativos no início de dezembro, juntamente com o relatório de avaliação de risco da EBA.

([36]) Principais indicadores de risco da EBA. Em julho de 2022, a EBA publicou o seu projeto de metodologia para testes de esforço à escala da UE de 2023, que está a ser debatido com o setor. A metodologia abrange todos os domínios de risco e

suportada pelo rendimento líquido de juros ([37]). Os preços mais elevados dos produtos energéticos e a deterioração das perspetivas económicas restringem muitos mutuários e o aumento esperado dos riscos de crédito já se refletiu na descida das avaliações do setor financeiro em 2022, embora amplamente em consonância com a tendência global do mercado. Os inquéritos aos bancos sobre os empréstimos na área do euro sugerem que os bancos continuaram a restringir os seus critérios de concessão de empréstimos às famílias e às empresas em 2022, sendo que o aumento da restritividade no terceiro trimestre de 2022 foi notório ([38]). Em setembro de 2022, o Conselho Geral do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) emitiu um alerta sobre vulnerabilidades no sistema financeiro da UE, salientando que os riscos para a estabilidade financeira na UE e a probabilidade de se concretizarem cenários de risco específico aumentaram. Os riscos identificados dizem respeito ao seguinte: i) a deterioração das perspetivas macroeconómicas, ii) os riscos para a estabilidade financeira decorrentes de uma eventual correção acentuada dos preços dos ativos e iii) as implicações dessa evolução para a qualidade dos ativos ([39]).

O aumento das taxas de juro representa uma oportunidade e um desafio para o setor financeiro europeu, com um aumento do risco. A persistente conjuntura de baixas taxas de juro desafiou o setor financeiro da UE na década anterior e foi uma das razões subjacentes à sua baixa rendibilidade. Embora o aumento das taxas de juro aumente o rendimento dos juros bancários, no futuro também pode aumentar os custos de financiamento. Além disso, taxas de juro mais elevadas podem ter um impacto negativo nas avaliações dos ativos bancários e das garantias, nomeadamente bens imobiliários, e dos títulos. Os bancos e os investidores institucionais, designadamente as companhias de seguros, também podem ser postos em causa por curvas de rendimentos fixas ou invertidas, num contexto de risco de recessão iminente. O aumento dos custos de financiamento, associado à elevada inflação e ao baixo crescimento económico, pode vir a exercer pressão sobre os mutuários vulneráveis ([40]). A fragmentação persistente ou crescente dos custos de financiamento da dívida soberana na área do euro pode ter um impacto adverso nos setores bancários com um forte enviesamento interno. Embora as taxas de juro mais elevadas constituam uma evolução positiva para as companhias de seguros com carteiras de ativos cujos investimentos são principalmente em ativos de baixo risco, os fundos de investimento e de pensões podem sofrer perdas de valorização na sua carteira de rendimento fixo. O aumento das taxas de juro, juntamente com a reavaliação dos preços dos ativos, também afeta os imóveis comerciais a que os bancos estão cada vez mais expostos ([41]). Contudo, a complexidade do mercado imobiliário comercial, com a presença de entidades não bancárias e internacionais, bem como lacunas de dados significativas, complica a avaliação dos riscos ([42]).

---

tem por base a metodologia preparada para o teste de esforço à escala da UE de 2021, com algumas melhorias metodológicas e uma maior amostra de bancos.

([37]) Painel de riscos da EBA, segundo trimestre de 2022 e estatísticas bancárias de supervisão do BCE, segundo trimestre de 2022.

([38]) Inquérito do BCE sobre os empréstimos bancários na área do euro, terceiro trimestre de 2022.

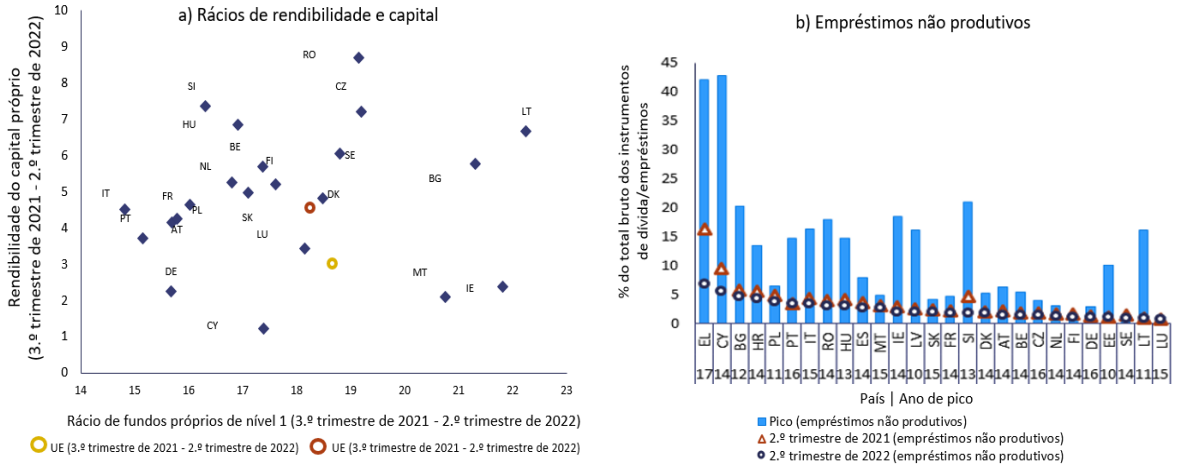
([39]) CERS/2022/7.

([40]) Análise da Estabilidade Financeira do BCE, maio de 2022.

([41]) Os imóveis comerciais representam mais de 9 % da exposição ao risco dos bancos da área do euro. Na área do euro, dos 12,6 % de crescimento dos empréstimos não produtivos entre o quarto trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2022, quase metade (5,6 pontos percentuais) refere-se a serviços imobiliários e profissionais.

([42]) «Commercial real and financial stability — new insights from the euro area credit register» (não traduzido para português), Boletim macroprudencial do BCE, edição 19, outubro de 2022.

Gráfico 2.6.1: **Bancos: rendibilidade, rácios de fundos próprios e empréstimos não produtivos**



O rácio de fundos próprios principais de nível 1 (FPP1) abrange as ações ordinárias e os resultados não distribuídos. O rácio de fundos próprios de nível 1 e a rendibilidade dos capitais próprios são a média dos dados trimestrais do último ano (terceiro trimestre de 2021 — segundo trimestre de 2022). O valor médio da UE não está ponderado pela dimensão da economia. A Grécia (EL), que apresenta uma rendibilidade dos capitais próprios profundamente negativa (–6 %), não está incluída no painel esquerdo. Os dados respeitantes ao «pico» dizem respeito ao rácio entre o valor bruto dos instrumentos de dívida não produtiva e o valor bruto total dos instrumentos de dívida; os rácios dos empréstimos não produtivos dizem respeito ao segundo trimestre de 2021 e ao segundo trimestre de 2022; os números indicados abaixo dos códigos de país indicam o ano em que os instrumentos de dívida não produtiva atingiram o valor culminante.
Fonte: Dados bancários consolidados do BCE, serviços da Comissão Europeia.

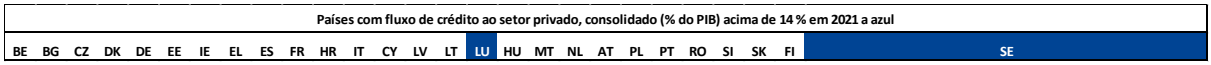
Os riscos para a estabilidade financeira mundial aumentaram significativamente ao longo do último ano. Em 2022, os riscos para a estabilidade financeira aumentaram em todo o mundo, num contexto de inflação elevada, maior restritividade das condições financeiras e elevada volatilidade do mercado ([43]). A reavaliação dos riscos em todo o mundo pode repercutir-se através dos mercados financeiros, podendo conduzir a instabilidade e fazer aumentar os custos de empréstimos obtidos para mutuários privados e emitentes soberanos, por vezes mesmo de formas idiossincráticas. Tal representa diferentes desafios para as diferentes partes do setor financeiro e a interligação do sistema financeiro mundial dificulta a previsão dos casos em que as vulnerabilidades se podem materializar.

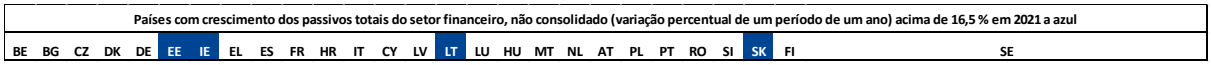
O sistema financeiro está exposto a novos riscos sistémicos, que podem ter um impacto diferenciado tanto na UE como na área do euro. A probabilidade de existirem alguns riscos sistémicos adversos, em especial os riscos de mau funcionamento do mercado e de escassez da liquidez, aumentou em toda a UE e pode afetar tanto as instituições financeiras bancárias como as não bancárias ([44]). A concretização destes riscos sistémicos pode ter um impacto diferenciado em toda a UE. Embora na área do euro a evolução divergente possa ser precipitada por intervenções políticas heterogéneas por parte dos Estados-Membros, os Estados-Membros não pertencentes à área do euro estão sujeitos a riscos adicionais relacionados com a escassez de liquidez e o funcionamento do mercado cambial. Prevê-se que os riscos operacionais permaneçam elevados, o que está associado a um risco mais elevado de ciberataques no contexto da crescente

([43]) FMI (2022): *Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment* (não traduzido para português), outubro de 2022.

([44]) CERS, *Warning on vulnerabilities in the financial system of the EU* (não traduzido para português) (CERS/2022/7), outubro de 2022.

digitalização ([45]). Os riscos climáticos e a crescente exposição a criptoativos representam um desafio particular para algumas instituições financeiras não bancárias.





A nível dos países, importa destacar a seguinte evolução do setor financeiro:

- Alguns países, incluindo Chipre, Grécia e Itália, sofrem de uma combinação de fraca rendibilidade do setor financeiro, de um setor empresarial vulnerável e de uma elevada dívida pública, o que aumenta o risco de ciclos viciosos negativos. Os três países registaram grandes melhorias nos seus rácios de empréstimos não produtivos, que, ainda assim, permanecem acima da média da UE (muito ligeiramente no caso da Itália), enquanto os empréstimos da fase 2 e os empréstimos reestruturados são elevados. Na Grécia, o rácio de empréstimos não produtivos dos bancos diminuiu significativamente devido às vendas de empréstimos não produtivos, o que eliminou o risco para os bancos, mas fez com que este fosse parcialmente transferido para algumas instituições financeiras fora do setor bancário. A rendibilidade negativa dos bancos e os fluxos de crédito negativos em 2021 suscitam preocupações adicionais, enquanto o rácio de fundos próprios se manteve entre os mais baixos da UE. Os bancos cipriotas também registaram uma rendibilidade muito baixa em 2021, embora o rácio de fundos próprios tenha estado próximo da média da UE. Os bancos italianos registam um rácio de capital abaixo da média e uma elevada exposição à dívida pública.

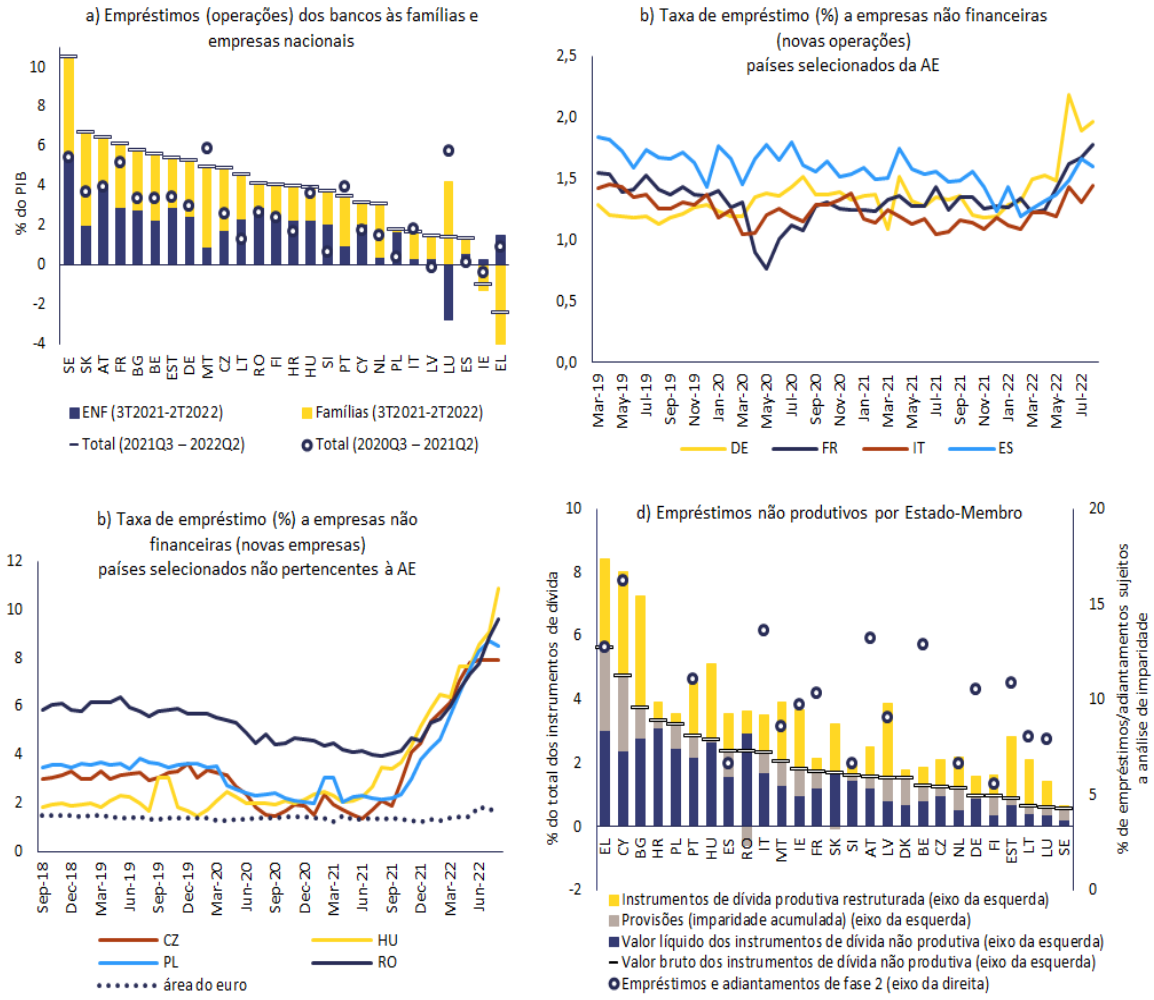
- A qualidade dos ativos dos bancos é um problema na Bulgária, onde os empréstimos não produtivos permanecem elevados, ainda que em declínio, no contexto de uma dívida reestruturada elevada. Na área do euro, os empréstimos da fase 2 são particularmente elevados na Áustria. O rácio da dívida reestruturada aumentou significativamente na Hungria em 2021.

- Os setores bancários na Alemanha, em Malta e na Irlanda continuam a ser caracterizados por uma rendibilidade muito baixa e a deterioração das perspetivas económicas coloca riscos de um agravamento da situação.

- Em 2021, na Eslováquia, Estónia, Irlanda e Lituânia, os passivos do setor financeiro aumentaram acima do limiar de 16,5 % estabelecido pelo painel de avaliação do PDM. No Luxemburgo e na Suécia, o fluxo de crédito para o setor privado ultrapassou o limiar de 14 % estabelecido pelo painel de avaliação do PDM.

([45]) Painel de riscos da EBA, segundo trimestre de 2022.

Gráfico 2.6.2: **Setor financeiro: gráficos selecionados**



Fonte: BCE.

3. SECÇÃO RELATIVA AOS PAÍSES

3.1. BÉLGICA

Na Bélgica, os rácios dívida pública/PIB e dívida do setor privado/PIB são elevados, embora os riscos associados pareçam ser limitados. Estão a surgir preocupações em matéria de competitividade dos custos, com os custos unitários nominais do trabalho a aumentar fortemente. A dívida pública da Bélgica continua a ser elevada, apesar das recentes reduções.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos na Bélgica. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada em relação à Bélgica.

Prevê-se que o PIB real cresça 2,8 % em 2022 e 0,2 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, a inflação aumentou para 13,1 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 4,8 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação em relação à Bélgica mostra que, em 2021, três indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, designadamente a dívida do setor privado, a dívida pública e a variação da taxa de desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- Estão a surgir preocupações em matéria de **competitividade dos custos**. Os custos unitários nominais do trabalho diminuíram ligeiramente em 2021, na sequência de um forte aumento relacionado com a pandemia em 2020, mas prevê-se que aumentem acentuadamente em 2022 e 2023, devido a aumentos salariais nominais relativamente fortes. Este aumento marca uma aceleração em relação ao período imediatamente anterior à pandemia e é mais acentuado do que no caso dos pares da Bélgica da área do euro. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC subiu ligeiramente em 2021. Contudo, em termos homólogos, registou-se uma depreciação em agosto de 2022.

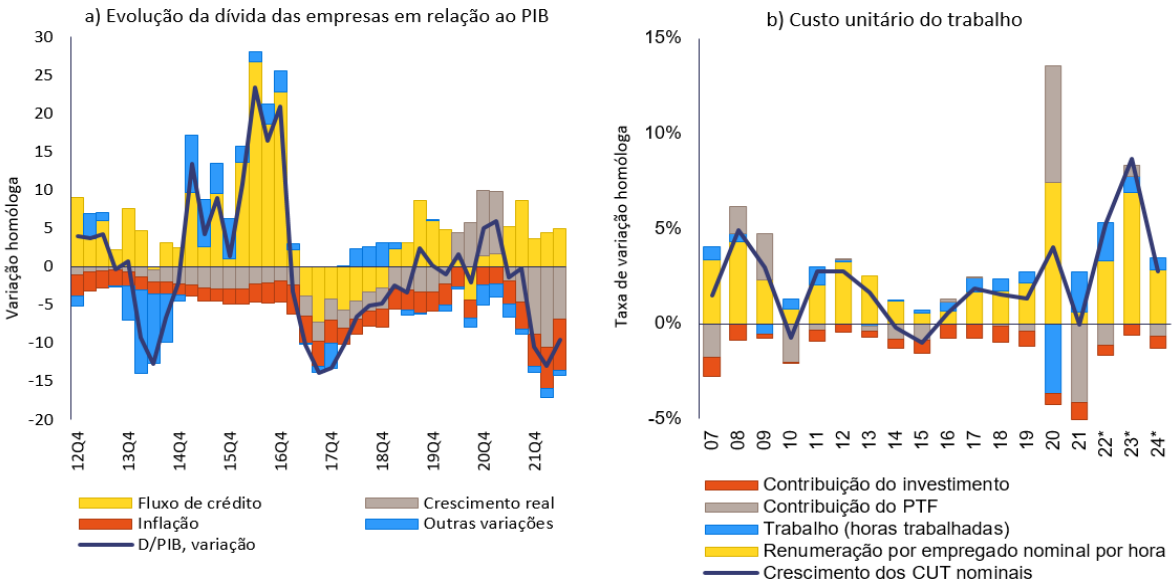
- O rácio **dívida das empresas não financeiras**/PIB continua a ser um dos mais elevados da UE, mas segue uma trajetória descendente. Caiu moderadamente, para 106,9 % em 2021, uma vez que o forte crescimento compensou uma retoma dos fluxos de crédito. O referido rácio continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, mas existem fatores de risco associados à conjuntura macroeconómica. A dívida é agora 11 pontos percentuais inferior à de 2019, mas continua acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais. A elevada percentagem de empréstimos intragrupos transnacionais na dívida das empresas reduz os riscos.

- O rácio **dívida das famílias**/PIB está a diminuir, mas continua a ser elevado. Após um forte aumento em 2020, diminuiu em 2021, uma vez que se espera que os fluxos de crédito líquidos se mantenham moderados. O rácio da dívida das famílias também diminuiu ligeiramente no primeiro semestre de 2022, aproximando-se do seu nível pré-pandemia. Continua a ser provável que o crescimento nominal do produto apoie a desalavancagem em 2022, dada a taxa de inflação. A dívida das famílias está acima do indicador de referência fundamental, mas abaixo do indicador de referência de base prudencial. A dívida não produtiva das famílias continua a ser baixa; a elevada percentagem de créditos à habitação com taxas fixas longas e o aumento real previsto da remuneração reduzem os riscos associados à dívida das famílias a curto prazo.

- As preocupações associadas à evolução dos **preços da habitação** estão a aumentar. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou para 7,1 % em 2021. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, situou-se em 5,9 % no segundo trimestre de 2022. Em 2021, estimou-se que os preços da habitação registassem uma sobrevalorização de 23,4 %.

- Existem riscos associados à elevada **dívida pública** da Bélgica. A dívida pública diminuiu em 2021, para 109,2 % do PIB, uma vez que o forte crescimento produziu um forte efeito do denominador. Ainda assim, situa-se cerca de 12 pontos percentuais acima do seu nível de 2019. Prevê-se que a dívida pública volte a diminuir em 2022, mas estima-se que aumente ao longo de 2023 e 2024. O défice orçamental continua a ser elevado, embora tenha diminuído para 5,6 % em 2021, prevendo-se que diminua ligeiramente em 2022 antes de voltar a subir. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são elevados, tanto a médio como a longo prazo, devido às projeções a longo prazo da evolução da dívida e ao aumento dos custos relacionados com o envelhecimento demográfico.

Gráfico 3.1.1: **Gráficos selecionados: Bélgica**



Fonte: Base de dados Ameco, Eurostat e serviços da Comissão Europeia.

Quadro 3.1.1: **Principais indicadores económicos e financeiros — Bélgica**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**0.0**	**0.1**	**0.5**	**-0.4**	**-1.7**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		0.8 (1)	2.2 (2)	0.1	1.1	0.4	-2.7	-2.9
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-81.5 (3)**	**11.1 (4)**	**40.9**	**47.0**	**59.9**	**51.7**	**45.7**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				36.1	34.6	37.3		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**4.8**	**7.1 p**	**5.4 p**	**9.6**	**15.0**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				1.4	4.1 p	-0.1 p	5.4	9.2
Taxa de câmbio efetiva real – 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**2.7**	**2.5**	**0.6**	**-1.9**	**-5.0**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-1.2	1.3	0.5	-3.6	-2.0
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	**– 6 %**			**-2.3**	**10.1**	**2.4**	**2.2**	**2.4**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-0.5	4.7	-0.5	0.1	-1.3
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**178.3**	**180.9 p**	**169.0 p**	**159.9**	**154.1**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**4.7**	**-3.3 p**	**3.8 p**	**5.9**	**7.6**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		48.8 (6)	66.8 (7)	60.4	65.6	62.1	60,7	60,3
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		72.3 (6)	71.9 (7)	117,9	115,3	106,9	99,2	93,8
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**2.5**	**3.3**	**4.5**	**-2.1**	**-1.4**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		23.4 (8)		4,0	4,2	7,1	3,5	1,1
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das admiinistrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**97.6**	**112.0**	**109.2**	**106.2**	**107.9**
Saldo das admiinistrações públicas (% do PIB) (% do PIB)				-1,9	-9,0	-5,6	-5,2	-5,8
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	**16,5 %**			**5.8**	**8.8**	**7.5**	**6.1**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				8,6	5,9	9,9		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		15,5	17,1	17,6		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				2.1e	2.1e	1.6p	1,4	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**6.2 b**	**5.8**	**5.9**	**6.0**	**6.2**
Taxa de desemprego (nível do ano)		6.4 (10)		5.5	5.8	6.3	5.8	6.4
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**1.4**	**0.4 b**	**1.1**	**1.9**	**2.3**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-1.6**	**-1.0**	**0.0**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-5.8**	**-3.5**	**2.2**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.2. BULGÁRIA

Na Bulgária, existem preocupações relacionadas com a competitividade em termos de custos e a dívida das empresas, embora os riscos associados pareçam ser limitados. Os custos unitários nominais do trabalho têm vindo a aumentar fortemente nos últimos anos, prevendo-se que continuem a aumentar, num contexto de inflação subjacente muito elevada e de fortes aumentos dos salários nominais. A dívida das empresas não financeiras está a diminuir, mas continua a ser comparativamente elevada.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos na Bulgária. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada em relação à Bulgária.

Prevê-se que o PIB real cresça 3,1 % em 2022 e 1,1 % em 2023. A inflação é elevada, nomeadamente em comparação com muitos dos parceiros comerciais da Bulgária na área do euro. Em termos homólogos, aumentou para 15,6 % em setembro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 9,4 %. Os salários deverão aumentar rapidamente, em consonância com os preços.

A interpretação do painel de avaliação em relação à Bulgária mostra que, em 2021, um indicador ultrapassou o seu limiar indicativo, designadamente o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** ainda não são muito acentuadas. A balança corrente registou um pequeno défice de 0,5 % do PIB em 2021, prevendo-se o seu agravamento no futuro. A posição líquida de investimento internacional (PLII) negativa, que é composta sobretudo por investimento direto estrangeiro, melhorou em 2021, prevendo-se que se aproxime do equilíbrio em 2024. A PLII líquida de instrumentos não passíveis de incumprimento é positiva e elevada.

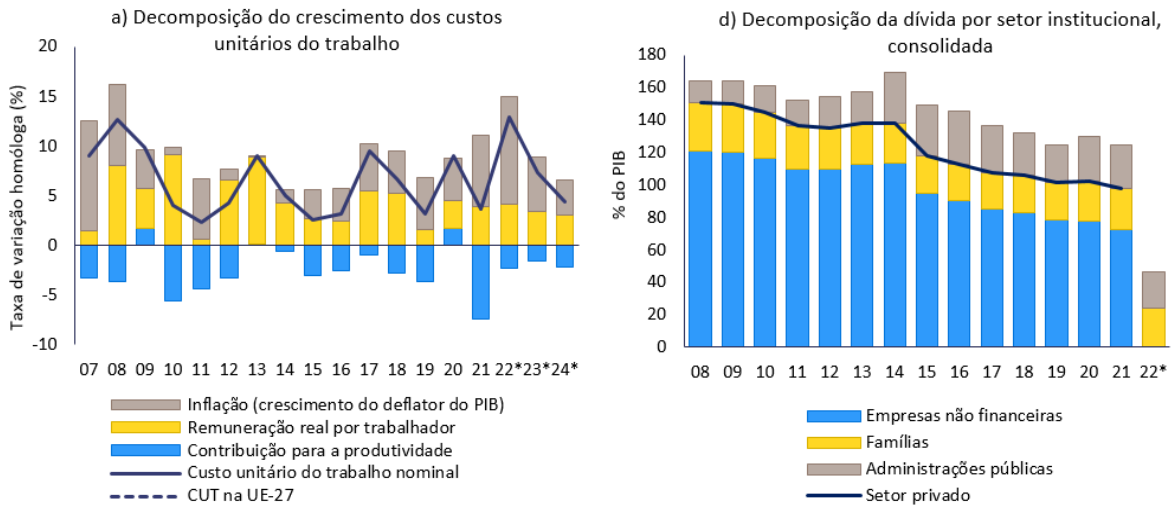
- Continuam a sentir-se pressões em matéria de **competitividade dos custos**, que já existiam antes da pandemia de COVID-19. Os custos unitários nominais do trabalho têm vindo a aumentar fortemente nos últimos anos, prevendo-se que continuem a aumentar, num contexto de inflação subjacente muito elevada, escassez de mão de obra e fortes aumentos dos salários nominais. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC registou uma apreciação marginal em 2021, tendo-se apreciado mais até agosto de 2022.

- A **dívida das empresas não financeiras** continua a ser elevada em comparação com os pares regionais e excede os indicadores económicos fundamentais, mas está numa trajetória descendente. Após algum aumento em 2020, no contexto da crise da COVID-19, o rácio dívida das empresas não financeiras/PIB diminuiu novamente em 2021, para 59,5 %. O referido rácio continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, mas existem riscos associados à conjuntura macroeconómica. Tal como para muitos outros Estados-Membros não pertencentes à área do euro, a percentagem de empréstimos às empresas denominados em moeda estrangeira é elevada. O endividamento das empresas é acompanhado por reservas de liquidez elevadas, que atenuam os riscos, mas os empréstimos não produtivos estão presentes. O rácio dívida das famílias/PIB é inferior aos indicadores de referência prudenciais e fundamentais, mas a predominância de taxas variáveis nos empréstimos à habitação expõe as famílias endividadas aos riscos de taxas de juro mais elevadas.

- Existem preocupações associadas à evolução dos **preços da habitação**. Em 2021, o crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 4,6 % para 8,7 %. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 14,6 % no segundo trimestre de 2022. Ainda assim, os parâmetros do diferencial de valorização não mostram sinais de uma potencial sobrevalorização.

- No **setor bancário**, subsistem preocupações relacionadas sobretudo com a qualidade dos seus ativos. O rácio dos empréstimos não produtivos voltou a diminuir para 4,8 % em 2021, mas continua a ser bastante superior à média da UE. O rácio dos empréstimos improdutivos (fase 2) e dos empréstimos reestruturados, que aumentou após a pandemia, também continua elevado. A moratória relativa aos empréstimos privados só expirou em dezembro de 2021. Embora o rácio de fundos próprios de nível 1 esteja muito acima da média da UE, a rendibilidade dos capitais próprios é baixa.

Gráfico 3.2.1: **Gráficos selecionados: Bulgária**



Fonte: Base de dados Ameco, Eurostat e serviços da Comissão Europeia.

Quadro 3.2.1: **Principais indicadores económicos e financeiros — Bulgária**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**2.0**	**0.9**	**0.5**	**-0.6**	**-1.6**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		-0.8 (1)	-4.0 (2)	1.9	0.0	-0.5	-1.2	-3.0
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-37.2 (3)**	**-20.9 (4)**	**-30.2**	**-26.1**	**-18.4**	**-13.7**	**-13.3**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				40.2	47.9	49.8		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**20.4**	**19.9**	**16.4**	**26.9**	**25.5**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				3.1	9.0	3.6	12.3	7.8
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**4.6**	**7.1**	**3.8**	**4.6**	**-1.6**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				0.0	2.9	0.8	1.0	-3.5
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	**– 6 %**			**15.1**	**15.7**	**12.2**	**10.6**	**9.2**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				2.7	-0.7	5.0	3.1	-1.1
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**90.7**	**92.5**	**84.4**	**80.0**	**75.2**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**5.6**	**3.6**	**4.4**	**7.1**	**6.0**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		78.6 (6)	28.5 (7)	23.0	24.4	24.9	24,1	25,5
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		105.3 (6)	52.0 (7)	67,7	68,1	59,5	55,9	49,7
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**3.9**	**5.2**	**2.5 p**	**0.9**	**0.5**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-0.5 (8)		6,0	4,6	8,7	9,3	5,3
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**20.0**	**24.5**	**23.9**	**22.5**	**23.6**
Saldo das administrações públicas (% do PIB)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	**16,5 %**			**5.2**	**10.6**	**9.5**	**2.6**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				11,2	4,9	8,8		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		18,4	22,0	22,0		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				6.5e	5.9e	4.8p	4,3	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**6.2**	**5.8**	**5.5**	**5.5**	**5.2**
Taxa de desemprego (nível do ano)		4.9 (10)		5.2	6.1	5.3	5.2	5.2
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**4.5**	**0.9**	**0.6**	**0.6**	**1.7**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-2.1**	**-1.2**	**-1.0**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-8.3**	**1.3**	**-0.1**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.3. CHÉQUIA

Na Chéquia, persistem as preocupações relacionadas com a competitividade dos custos e a evolução dos preços da habitação, que já existiam antes da pandemia de COVID-19. Os custos unitários nominais do trabalho deverão continuar a crescer, estando em curso uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real e havendo uma inflação subjacente muito elevada em comparação com os pares da Chéquia na área do euro. O crescimento dos preços nominais da habitação foi um dos mais elevados da UE, estimando-se que os preços da habitação estejam sobrevalorizados.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos na Chéquia. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar as novas vulnerabilidades emergentes e as suas implicações no âmbito de uma apreciação aprofundada em relação à Chéquia.

Prevê-se que o PIB real cresça 2,5 % em 2022 e 0,1 % em 2023. A inflação é atualmente muito elevada em comparação com os parceiros comerciais da Chéquia na área do euro, a par de uma política monetária restritiva. Em termos homólogos, aumentou para 17,8 % em setembro, enquanto a principal taxa de política monetária subiu para 7 %. Em setembro, a inflação subjacente foi estimada em 13,7 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Chéquia mostra que, em 2021, dois indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, designadamente o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho e o crescimento dos preços reais da habitação. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** continuam a ser limitadas. Após sete anos de excedentes, o saldo da balança corrente passou para um défice de 0,8 % do PIB em 2021, impulsionado pela redução do excedente de bens no contexto do aumento das importações e pelo aumento dos custos da energia. Prevê-se que o défice aumente, com dados anuais a apontarem para uma nova redução da balança de bens. Contudo, a posição líquida de investimento internacional (PLII) ligeiramente negativa (PLII) melhorou, mas prevê-se que se deteriore ligeiramente no futuro. A PLII líquida de instrumentos não passíveis de incumprimento é positiva e elevada.

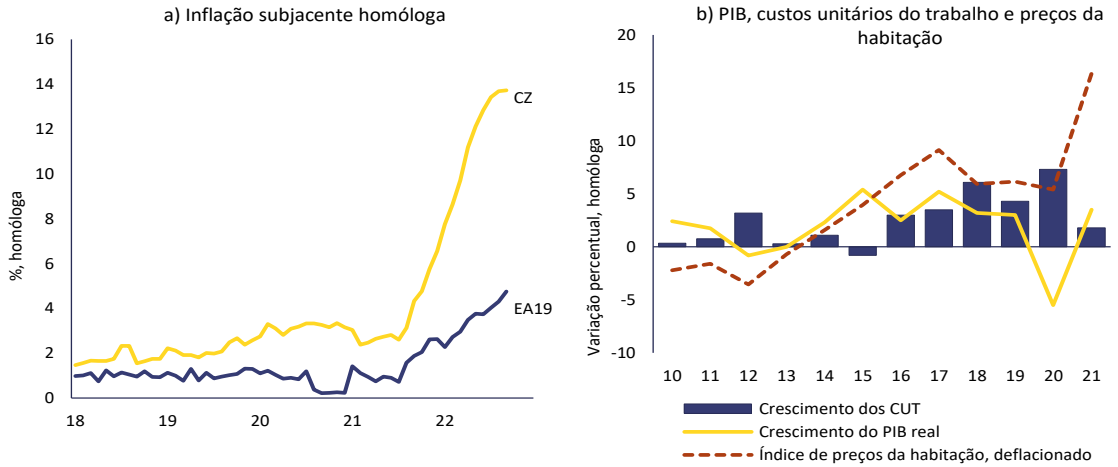
- Persistem as preocupações em matéria de **competitividade dos custos**, que já existiam antes da pandemia de COVID-19. Os custos unitários nominais do trabalho têm vindo a aumentar fortemente nos últimos anos, num contexto de mercado de trabalho restritivo. Após uma moderação temporária em 2021, prevê-se que o crescimento dos custos unitários do trabalho volte a ser elevado em 2022 e 2023. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC subiu em 2021, estando também em curso uma apreciação em 2022. Tanto o diferencial de inflação como o fortalecimento da taxa de câmbio efetiva nominal relativamente à área do euro contribuíram para este aumento.

- O crescimento muito elevado dos **preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 8,5 % em 2020 para 19,7 % em 2021, tendo os preços crescido a um dos ritmos mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 23,1 % no segundo trimestre de 2022. Estima-se que, em 2021, os preços da habitação estivessem sobrevalorizados em 25 %. Verificou-se também um aumento significativo do crédito à habitação em 2021, incluindo novos empréstimos na expectativa de uma maior restritividade monetária. Esta tendência inverteu-se em 2022, após a introdução de medidas macroprudenciais rigorosas e o aumento significativo das taxas do crédito à habitação. O rácio dívida das famílias/PIB manteve-se praticamente inalterado, embora permanecendo abaixo dos valores de referência.

- Os riscos relacionados com a **dívida pública** continuam a ser relativamente baixos. O rácio dívida pública/PIB ainda é relativamente baixo, embora tenha aumentado para 42 % em 2021, prevendo-se que continue a aumentar ligeiramente. Em 2021, o défice orçamental diminuiu para 5,1 % do PIB, prevendo-se que continue a melhorar no futuro. Além disso, os riscos a longo prazo para a sustentabilidade orçamental são elevados devido ao envelhecimento da população.

- O **setor bancário** é estável e resiliente. Os bancos estão bem capitalizados e a sua rendibilidade é elevada. O rácio de empréstimos não produtivos continua a ser baixo. Um aumento significativo das taxas ativas pode reduzir os volumes relativamente elevados de empréstimos e contribuir para uma certa correção dos preços da habitação.

Gráfico 3.3.1: **Gráficos selecionados: Chéquia**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.3.1: **Principais indicadores económicos e financeiros — Chéquia**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**0.8**	**0.9**	**0.5**	**-1.0**	**-3.5**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		0.8 (1)	-2.9 (2)	0.3	2.0	-0.8	-4.1	-5.4
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-64.0 (3)**	**6.5 (4)**	**-19.8**	**-16.3**	**-15.6**	**-17.1**	**-15.8**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				30.2	37.3	36.4		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**14.5**	**18.7**	**13.9**	**15.2**	**15.0**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				4.3	7.3	1.8	5.5	7.1
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**8.7**	**5.6**	**5.0**	**8.7**	**7.5**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				0.3	0.7	3.9	3.9	-0.3
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	**– 6 %**			**4.8**	**8.1**	**-1.1**	**-1.6**	**-2.4**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-1.0	2.4	-4.5	0.7	0.1
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**78.6**	**81.7**	**78.8**	**74.9**	**69.4**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**1.4**	**0.6**	**2.9**	**5.9**	**5.6**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		62.8 (6)	46.3 (7)	31.5	33.9	34.4	34,1	33,7
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		88.5 (6)	63.1 (7)	47,1	47,8	44,4	40,8	35,7
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**6.2**	**5.4**	**16.4**	**3.8**	**-4.4**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		25.3 (8)		9,2	8,5	19,7	15,1	2,8
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**30.0**	**37.7**	**42.0**	**42.9**	**44.2**
Saldo das admiinistrações públicas (% do PIB)				0,3	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	**16,5 %**			**4.6**	**4.8**	**7.9**	**0.2**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				13,9	6,7	10,6		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		18,2	20,3	19,8		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.7e	1.9e	1.7p	1,4	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**2.4**	**2.3**	**2.5**	**2.7**	**2.9**
Taxa de desemprego (nível do ano)		2.7 (10)		2.0	2.6	2.8	2.7	3.3
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**1.7**	**0.5**	**0.0**	**-1.7**	**-0.9**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-1.1**	**-0.4**	**0.1**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-4.9**	**0.1**	**1.5**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.4. DINAMARCA

Na Dinamarca, o crescimento dos preços da habitação e a dívida privada são elevados, embora os riscos associados se afigurem limitados. O excedente da balança corrente é considerável. O crescimento dos preços nominais da habitação tem sido um dos mais elevados da UE, num contexto de uma moderada sobrevalorização estimada dos preços da habitação. Os rácios da dívida das famílias e das empresas não financeiras em relação ao PIB são elevados e estão acima dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores económicos fundamentais, mas estão a diminuir.

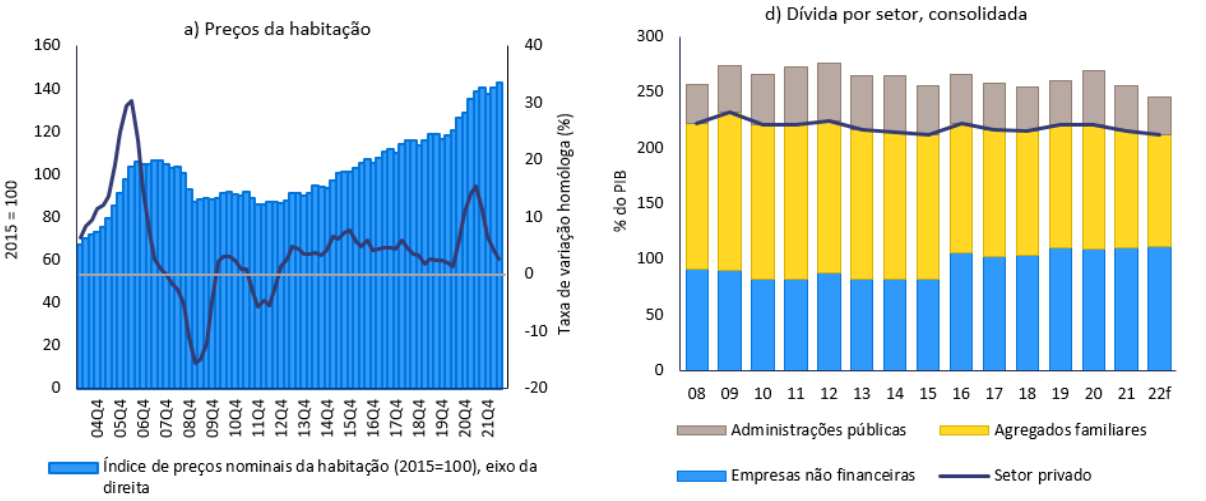
Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos na Dinamarca. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada no caso da Dinamarca.

O PIB real deverá crescer 3,0 % em 2022 e 0 % em 2023. A inflação é elevada, acompanhando uma significativa restritividade da política monetária. Em termos homólogos, a inflação aumentou para 11,1 % em setembro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 5,2 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Dinamarca mostra que, em 2021, três indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o saldo da balança corrente, o crescimento dos preços reais da habitação e a dívida do setor privado. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- Os problemas relativos ao **setor externo** dizem respeito a um excedente muito elevado da balança corrente, que aumentou para 9 % do PIB em 2021. Prevê-se que o excedente diminua em 2022, mas permaneça nitidamente acima do limiar superior do PDM, à medida que a balança dos serviços adquire uma maior solidez. Os excedentes acumulados conduziram a uma elevada posição líquida de investimento internacional (PLII), que atingiu 77 % do PIB em 2021, embora se preveja que venha a diminuir no futuro. A PLII de grande dimensão gera um rendimento primário líquido positivo, o que reforça o excedente de grande dimensão da balança corrente.
- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** continuam a ser limitadas. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram ligeiramente em 2021 e prevê-se que aumentem mais acentuadamente em 2022 e 2023. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC diminuiu ligeiramente em 2021. Em termos homólogos, continuou a diminuir até agosto de 2022.
- A **dívida das empresas não financeiras** é elevada e aumentou moderadamente para 110,4 % do PIB em 2021, continuando acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais. Os fluxos de crédito das empresas não financeiras em percentagem do PIB são elevados, mas diminuíram no segundo trimestre de 2022.
- O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB continua a ser o mais elevado da UE, situando-se acima dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores económicos fundamentais. No entanto, diminuiu em 2021 e continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, uma vez que os fluxos de crédito líquidos se mantiveram moderados. Prevê-se ainda que o PIB nominal apoie a redução da dívida em 2022. A dívida não produtiva das famílias continua a ser baixa. Cerca de metade dos créditos à habitação têm taxas de juro variáveis ou são fixas até cinco anos.
- **O crescimento** muito elevado dos **preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 5,1 % para 11,7 % em 2021, tendo os preços crescido a um dos ritmos mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 2,8 % no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação em 2021 registaram uma sobrevalorização de 20 %.

Gráfico 3.4.1: **Gráficos selecionados: Dinamarca**



Fonte: Eurostat, BCE e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.4.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Dinamarca**

Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**7.9**	**7.9**	**8.5**	**7.9**	**7.7**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		1.1 (1)	2.7 (2)	8.5	7.9	9.0	6.7	7.4
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-91.7 (3)**	**19.9 (4)**	**77.7**	**70.0**	**77.0**	**71.7**	**80.6**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				29.0	32.6	32.1		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**3.4**	**6.7**	**6.1**	**8.9**	**8.6**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				1.9	3.5	0.6	4.6	3.2
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**-0.2**	**0.9**	**-1.1**	**-4.9**	**-8.7**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-1.8	1.5	-0.9	-5.5	-2.5
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	**– 6 %**			**1.7**	**10.6**	**6.5**	**8.7**	**9.3**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				2.3	6.6	-2.3	1.5	1.0
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**221.2**	**221.3**	**214.7**	**212.2**	**206.9**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**10.5**	**5.0**	**12.3**	**10.4**	**13.6**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		69.7 (6)	93.7 (7)	110.6	111.9	104.3	100,5	97,8
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		96.2 (6)	99.6 (7)	110,6	109,4	110,4	111,7	109,1
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**1.4**	**4.7**	**9.5**	**-6.3**	**-1.6**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		20.0 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**33.7**	**42.2**	**36.6**	**33.7**	**32.8**
Saldo das administrações públicas (% do PIB)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	**16,5 %**			**13.4**	**5.6**	**11.7**	**0.3**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				8,7	4,5	8,2		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.9e	1.9e	1.8p	1,5	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**5.3 b**	**5.2**	**5.2**	**5.1**	**5.0**
Taxa de desemprego (nível do ano)		4.7 (10)		5.0	5.6	5.1	4.5	5.5
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**1.6 b**	**1.1 b**	**1.4**	**3.0**	**2.6**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-0.4**	**-0.3**	**0.0**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-2.1**	**-0.8**	**0.3**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.5. ALEMANHA

O elevado excedente da balança corrente da Alemanha diminuiu recentemente de forma substancial, devido à deterioração dos termos de troca provocada pelo choque externo adverso. Até ao início de 2022, o crescimento nominal dos preços da habitação foi um dos mais elevados da UE, estimando-se que os preços da habitação estejam sobrevalorizados. A inflação subjacente e os aumentos salariais na Alemanha podem facilitar o reequilíbrio da área do euro.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Alemanha regista desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência de desequilíbrios ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Alemanha.

O PIB real deverá crescer 1,6 % em 2022 e –0,6 % em 2023. A inflação, de 11,6 % em termos homólogos, foi elevada e aumentou em outubro, embora seja inferior à da maior parte dos países da área do euro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 5,1 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Alemanha mostra que, em 2021, três indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o saldo da balança corrente, o crescimento dos preços reais da habitação e a dívida pública. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

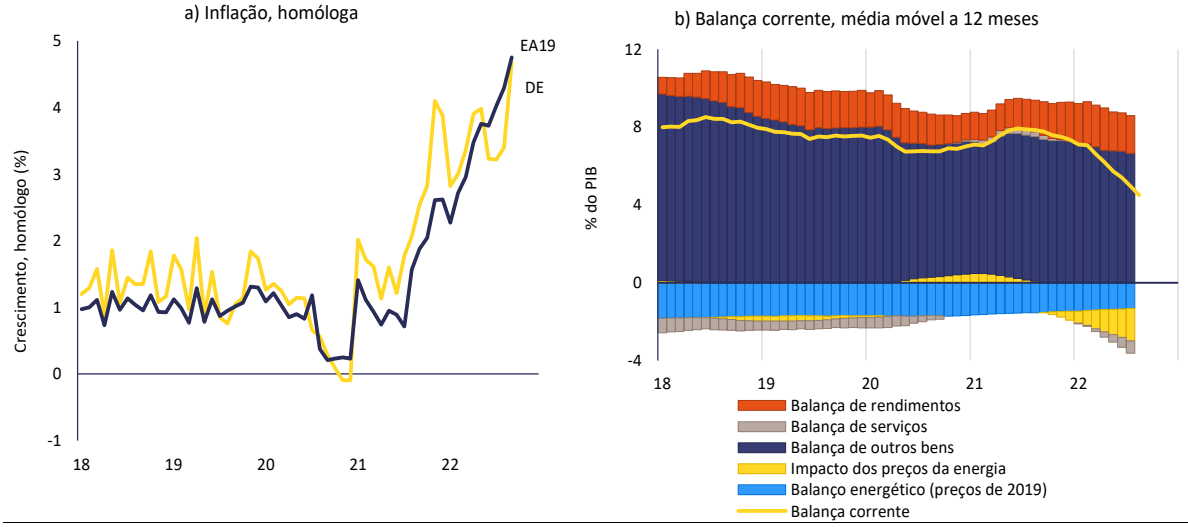
- O **excedente da balança corrente** aumentou ligeiramente para 7,4 % do PIB em 2021, estando este aumento associado ao moderado investimento privado e público, não obstante as condições de financiamento favoráveis. Em 2022, o excedente da balança corrente deverá diminuir, pela primeira vez desde 2010, para um nível bastante inferior a 6 % do PIB. Esta diminuição reflete o aumento dos preços da energia e a consequente deterioração dos termos de troca, a relativa resiliência da procura interna e o crescimento das existências. Prevê-se que o excedente volte a aumentar em 2023, embora permaneça bastante abaixo de 6 % do PIB.

- A evolução da **competitividade dos custos** pode facilitar o reequilíbrio na área do euro. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho manteve-se moderado, não obstante a oferta restrita no mercado de trabalho, mas prevê-se que acelere em 2022 e 2023. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC diminuiu em 2022.

- O crescimento dos **preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 7,8 % para 11,5 % em 2021, tendo os preços crescido a um dos ritmos mais elevados da UE. Os preços nominais da habitação continuaram a acelerar e atingiram 10,2 %, em termos homólogos, no segundo trimestre de 2022, apresentando um rácio preço/rendimento praticamente inalterado. Estima-se que os preços da habitação em 2021 registaram uma sobrevalorização de 21 %.

- Os riscos da **dívida pública** continuam a ser contidos. O rácio da dívida pública/PIB ultrapassou o limiar indicativo do painel de avaliação de 60 % do PIB, ascendendo a 68,6 % em 2021. Prevê-se que diminua no futuro, sendo os riscos de sustentabilidade orçamental a longo prazo considerados médios. O défice orçamental diminuiu para 3,7 % do PIB em 2021, o que representa um défice inferior à média da área do euro. Prevê-se que continue a diminuir em 2022, mas aumente em 2023.

Gráfico 3.5.1: **Gráficos selecionados: Alemanha**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.5.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Alemanha**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**7.8**	**7.5**	**7.3**	**6.0**	**5.2**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		1.9 (1)	2.9 (2)	7.6	7.0	7.4	3.7	4.6
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-83.3 (3)**	**25.1 (4)**	**58.5**	**64.1**	**70.7**	**76.8**	**76.4**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				51.0	54.9	54.6		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**8.1 p**	**10.3 p**	**7.4 p**	**8.3**	**11.0**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				3.3 p	3.4 p	0.6 p	4.1	6.0
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**2.0**	**2.4**	**0.5**	**-2.3**	**-5.5**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-1.5	1.4	0.8	-4.3	-2.0
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um p	**– 6 %**			**-1.2**	**0.9**	**-5.9**	**-7.0**	**-7.3**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-1.9	2.1	-3.6	-2.4	-1.7
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**112.7 p**	**121.2 p**	**120.4 p**	**120.2**	**111.3**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**6.4 p**	**6.4 p**	**5.7 p**	**7.7**	**5.2**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		52.8 (6)	65.9 (7)	53.4	57.0	56.7	56,1	55,2
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		76.9 (6)	80.6 (7)	59,3	64,2	63,7	64,1	56,1
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**4.4**	**7.1**	**8.2 p**	**4.6**	**-0.9**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		20.5 (8)		5,8	7,8	11.5 p	8,2	2,2
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**58.9**	**68.0**	**68.6**	**67.4**	**66.3**
Saldo das admiinistrações públicas (% do PIB)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	**16,5 %**			**7.3**	**11.4**	**7.2**	**9.7**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				2,1	2,2	4,0		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		15,5	16,0	15,7		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.2e	1.2e	1.1p	1,0	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**3.3**	**3.3 b**	**3.4 b**	**3.5**	**3.4**
Taxa de desemprego (nível do ano)		3.3 (10)		3.0	3.7 b	3.6	3.1	3.5
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**1.3**	**0.3 b**	**1.2**	**1.5**	**1.9**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-0.5**	**-0.4 b**	**-0.2**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-1.3**	**0.8 b**	**0.3**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.6. ESTÓNIA

Na Estónia, as preocupações relacionadas com a competitividade dos custos estão a aumentar. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho deverá acelerar, e a inflação subjacente é elevada em comparação com os países homólogos da Estónia na área do euro. O crescimento dos preços nominais da habitação é um dos mais elevados da UE, num contexto de uma estimada sobrevalorização moderada dos preços da habitação.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Estónia. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar as novas vulnerabilidades emergentes e as suas implicações no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Estónia.

O PIB real deverá crescer –0,1 % em 2022 e 0,7 % em 2023. A inflação é elevada, mesmo em comparação com os parceiros comerciais da Estónia na área do euro. Em termos homólogos, a inflação aumentou para 22,4 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 12,5 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Estónia mostra que, em 2021, cinco indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação, o crescimento dos passivos do setor financeiro, a variação da taxa de atividade e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** continuam contidas. Embora tenha registado um défice de 1,8 % do PIB em 2021, prevê-se que o saldo da balança corrente se converta num ligeiro excedente em 2022 e continue a melhorar no futuro. O défice orçamental diminuiu para 2,4 % do PIB em 2021, prevendo-se que permaneça globalmente inalterado em 2022, mas que comece a aumentar em 2023. Embora seja negativa, a posição líquida de investimento internacional melhorou em 2021. Após uma deterioração temporária em 2022, prevê-se que continue a melhorar em 2023. Uma vez que o volume acumulado de IDE representa a maior parte dos passivos, a PLII excluindo instrumentos que não podem entrar em incumprimento é positiva e elevada.

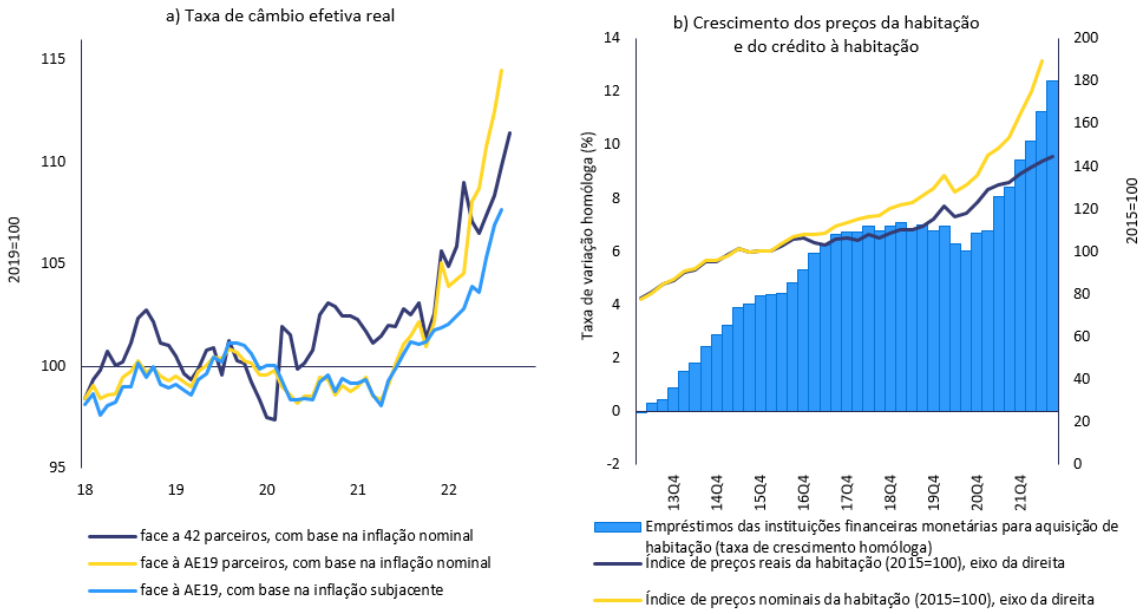
- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** estão a aumentar. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram em 2021 e prevê-se que aumentem acentuadamente em 2022 e 2023, no contexto de elevados aumentos dos salários nominais da Estónia aos quais não correspondem aumentos da produtividade. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC subiu em 2021, estando em curso um aumento mais intenso em 2022.

- O elevado **crescimento dos preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 6 %, em 2020, para 15,1 %, em 2021, representando um dos ritmos de crescimento mais elevados da UE nos últimos trimestres, tendo ascendido a 27,4 % no segundo trimestre de 2022. Um dos rácios preços/rendimentos mais elevados da UE suscita preocupações em termos de comportabilidade financeira. Estima-se que os preços da habitação em 2021 registaram uma sobrevalorização de 7 %.

- O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB está próximo do valor de referência baseado nos indicadores económicos fundamentais e abaixo do limiar prudencial. Os fluxos de crédito líquidos às famílias foram moderados até 2021, situando-se em torno de 2 % do PIB. Embora os fluxos de crédito líquidos tenham aumentado em 2022 para perto de 4 % do PIB, o rácio dívida/PIB continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022.

- A **taxa de desemprego** diminuiu para 6,2 % em 2021, prevendo-se que diminua ligeiramente em 2022, mas aumente em 2023. A taxa de atividade diminuiu em 2021, refletindo ainda as restrições pandémicas, e deverá voltar a subir no futuro. O desemprego dos jovens continua elevado, embora tenha diminuído.

Gráfico 3.6.1: **Gráficos selecionados: Estónia**



Fonte: Eurostat, BCE (rubricas do balanço) e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.6.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Estónia**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**1.8**	**0.8**	**-0.1**	**-0.8**	**-0.2**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		-0.6 (1)	-2.6 (2)	2.4	-1.0	-1.8	0.4	0.7
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-61.6 (3)**	**-14.3 (4)**	**-22.6**	**-21.9**	**-13.0**	**-18.4**	**-14.2**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				31.0	41.5	39.9		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**15.8**	**15.7**	**10.7**	**19.5**	**25.2**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				4.7	3.9	1.8	12.9	8.8
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**6.1**	**5.3**	**1.9**	**0.0**	**-3.5**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				0.0	0.7	1.2	-2.1	-2.9
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um pe	**– 6 %**			**1.7**	**16.4**	**17.8**	**19.4**	**16.0**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				2.6	4.8	7.8	1.2	-1.1
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**98.9**	**101.4**	**95.3**	**91.3**	**81.5**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**3.4**	**3.0**	**6.5**	**7.8**	**3.9**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		87.8 (6)	38.2 (7)	38.6	40.7	37.8	37,3	37,5
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		111.8 (6)	61.0 (7)	60,3	60,7	57,5	54,0	44,0
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**4.4**	**7.0**	**10.4**	**1.3**	**-0.6**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		6.9 (8)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**8.5**	**18.5**	**17.6**	**18.7**	**19.3**
Saldo das admiinistrações públicas (% do PIB)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	**16,5 %**			**11.6**	**17.9**	**17.5**	**1.5**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				8,3	7,4	9,5		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		25,7	27,0	23,3		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.6e	1.6e	1.1p	1,0	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**5.2**	**5.6**	**5.9**	**6.4**	**6.3**
Taxa de desemprego (nível do ano)		6.2 (10)		4.5	6.9	6.2	6.1	6.6
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**1.3**	**0.4**	**-0.2**	**4.8**	**2.0**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-1.3**	**-0.8**	**0.3**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-2.4**	**6.2**	**4.7**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.7. IRLANDA

Na Irlanda, os rácios da dívida externa, da dívida das famílias e empresas não financeiras e da dívida pública em relação ao PIB são elevados, mas continuam a diminuir acentuadamente. Consequentemente, as preocupações conexas afiguram-se ainda limitadas. Os rácios da dívida na Irlanda são afetados pela presença de empresas multinacionais. O crescimento dos preços nominais da habitação está a acelerar e a acessibilidade dos preços da habitação é um motivo de preocupação.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Irlanda já não registava desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada relativa à Irlanda.

O PIB real deverá crescer 7,9 % em 2022 e 3,2 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, a inflação aumentou para 9,6 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 5,1 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Irlanda mostra que, em 2021, quatro indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o saldo da balança corrente, a posição líquida de investimento internacional, a dívida do setor privado e o crescimento dos passivos do setor financeiro. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** diminuíram substancialmente nos últimos anos. O setor externo é grandemente inflacionado pelas atividades das empresas multinacionais. A balança corrente registou um grande excedente de 14,2 % do PIB em 2021 e prevê-se um novo aumento em 2022. O excedente da balança corrente corrigido pelo impacto das empresas multinacionais manteve-se igualmente elevado em 2021. A posição líquida de investimento internacional melhorou subindo para –145,5 % do PIB em 2021. Prevê-se uma melhoria contínua da PLII nos próximos dois anos.

- A **dívida das empresas não financeiras** é elevada, mas segue uma trajetória descendente. Diminuiu moderadamente para 138 % do PIB, ou seja, 252 % do rendimento nacional bruto (RNB) modificado em 2021. O rácio da dívida das empresas não financeiras diminuiu no primeiro semestre de 2022, mas existem fatores de risco associados à conjuntura macroeconómica. Continua acima dos limiares fundamentais e prudenciais, embora a elevada percentagem de empréstimos intragrupos transnacionais na dívida das empresas reduza os riscos. A proporção dos empréstimos às empresas denominados em moeda estrangeira (12 %) é uma das mais elevadas entre os países da área do euro, mas tal está relacionado com a presença de empresas multinacionais. O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB é relativamente baixo e segue uma trajetória descendente. Este rácio é inferior aos valores de referência, mas o PIB irlandês encontra-se sobrestimado, fruto das atividades das multinacionais. Em percentagem do rendimento interno bruto das famílias, a dívida das famílias diminuiu significativamente, mas permanece próxima de 100 %. A percentagem de empréstimos à habitação a taxa variável é relativamente baixa, situando-se em 20 % em 2021.

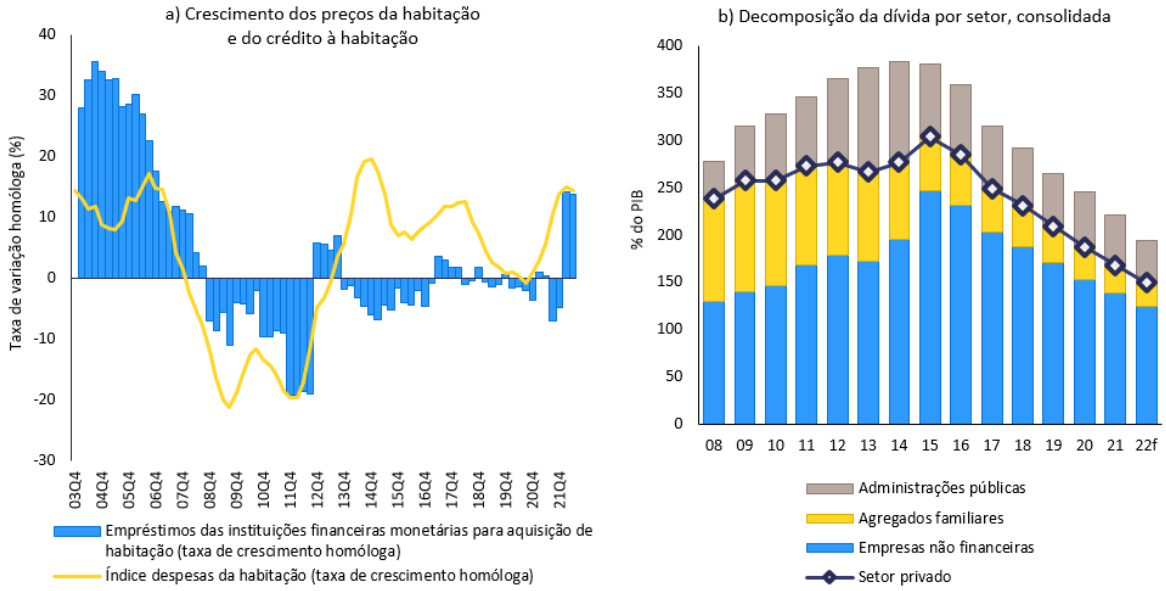
- As preocupações associadas à evolução dos **preços da habitação** estão a aumentar. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 0,3 % para 8,3 % em 2021. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, situou-se em 14,4 % no segundo trimestre de 2022. Um dos rácios preços/rendimentos mais elevados da UE suscita preocupações em termos de comportabilidade financeira. Os parâmetros do diferencial de valorização dos serviços da Comissão não mostram sinais de uma potencial sobrevalorização.

- O **setor bancário** está globalmente estável. Os bancos estão bem capitalizados e a rendibilidade aumentou em 2021, embora tenha permanecido baixa em comparação com os

homólogos europeus. Os empréstimos não produtivos continuaram a diminuir, embora as exposições a empréstimos (da fase 2) improdutivos, em especial empréstimos a empresas não financeiras, continuem a ser relativamente elevadas. O setor financeiro não bancário irlandês é muito vasto, mas está só ligeiramente interligado com a economia nacional.

- Os **riscos relacionados com** o rácio **dívida pública**/PIB são bastante baixos. Este rácio diminuiu para 55,4 % em 2021 e prevê-se que continue a diminuir acentuadamente em 2022. Em contrapartida, a dívida pública em relação ao RNB continua a ser elevada, em torno de 100 %. Prevê-se que o saldo da administração pública se transforme num ligeiro excedente em 2022, devendo continuar a melhorar. Os riscos a longo prazo para a sustentabilidade orçamental são médios.

Gráfico 3.7.1: **Gráficos selecionados: Irlanda**



Fonte: Eurostat, BCE (rubricas do balanço) e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.7.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Irlanda**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**-4.7**	**-7.2**	**-4.2**	**8.5**	**16.9**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		4.3 (1)	-4.9 (2)	-19.8	-6.8	14.2	18.2	18.3
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-159.0 (3)**	**17.0 (4)**	**-193.4**	**-177.0**	**-145.5**	**-121.4**	**-93.7**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-282.6	-294.4	-335.1		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**-3.9**	**-6.3**	**-7.9**	**-10.0**	**-1.7**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				1.3	-5.1	-4.2	-1.0	3.6
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**-1.4**	**-1.2**	**-2.6**	**-6.1**	**-7.2**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-2.7	0.3	-0.1	-6.3	-0.9
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um pe	**– 6 %**			**73.1**	**51.5**	**39.9**	**47.3**	**41.3**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				9.7	23.2	-4.0	6.8	1.9
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**209.3 p**	**187.3 p**	**168.1 p**	**149.4**	**144.0**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**-9.6 p**	**-3.6 p**	**2.6 p**	**7.2**	**13.2**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		74.6 (6)	44.9 (7)	38.6p	34.4p	29.7p	24,6	22,9
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		112.8 (6)	42.0 (7)	170,7	152,9	138,4	124,8	121,1
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**0.5**	**-0.5**	**4.2**	**5.5**	**0.4**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-11.5 (8)		2,3	0,3	8,3	12,5	12,7
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**57.0**	**58.4**	**55.4**	**44.7**	**41.2**
Saldo das administrações públicas (% do PIB)				0,5	-5,0	-1,7	0,2	0,8
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	**16,5 %**			**15.4 p**	**7.4 p**	**18.8 p**	**2.1**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				3,7	-2,2	4,5		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		22,3	22,3	22,2		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				3.4e	3.4e	2.4p	2,0	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**5.8**	**5.6**	**5.7**	**5.5**	**5.1**
Taxa de desemprego (nível do ano)		5.1 (10)		5.0	5.9	6.2	4.4	4.8
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais)	**–0,2 pontos percentuais**			**0.6**	**-1.8**	**1.8**	**1.6**	**3.5**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-2.6**	**-1.6**	**-0.3**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-4.3**	**1.4**	**0.7**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.8. GRÉCIA

Na Grécia, subsistem preocupações relacionadas com os rácios da dívida pública e externa em relação ao PIB, embora estes tenham retomado a sua trajetória descendente após a crise da COVID-19. O défice da balança corrente continuou a aumentar, prevendo-se que continue a ser elevado. Subsistem preocupações quanto ao setor bancário, que está sobrecarregado por um volume elevado, embora significativamente reduzido, de empréstimos não produtivos. Continuam a existir fragilidades no mercado de trabalho, não obstante as melhorias notáveis.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Grécia regista desequilíbrios macroeconómicos excessivos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência de desequilíbrios excessivos ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Grécia.

O PIB real deverá crescer 6 % em 2022 e 1 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, a inflação diminuiu para 9,8 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 6,9 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Grécia mostra que, em 2021, seis indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o saldo da balança corrente, a posição líquida de investimento internacional, o crescimento dos preços reais da habitação, a dívida pública, a variação do desemprego e a variação da taxa de atividade. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- A **sustentabilidade externa** continua a ser motivo de preocupação. O défice da balança corrente aumentou para 6,8 % do PIB em 2021. Prevê-se que a robusta época turística melhore a balança de serviços e compense parcialmente, mas não totalmente, a deterioração da balança comercial de bens, incluindo a energia. Prevê-se que o défice da balança corrente aumente em 2022 e continue significativamente superior aos níveis anteriores à pandemia. A PLII mantém-se elevada e negativa, situando-se em –171,9 % do PIB em 2021, ligeiramente menos do que em 2020, prevendo-se que continue a melhorar. Uma grande parte dos passivos da PLII corresponde a dívida pública concedida em condições preferenciais e com prazos de vencimento longos.

- Subsistem preocupações relacionadas com os rácios da **dívida das famílias e das empresas não financeiras** em relação ao PIB. Ambos estão acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais, mas seguem uma trajetória descendente. O rácio da dívida das famílias e das empresas não financeiras diminuiu no primeiro semestre de 2022. Mais de metade dos créditos à habitação tem taxas de juro variáveis.

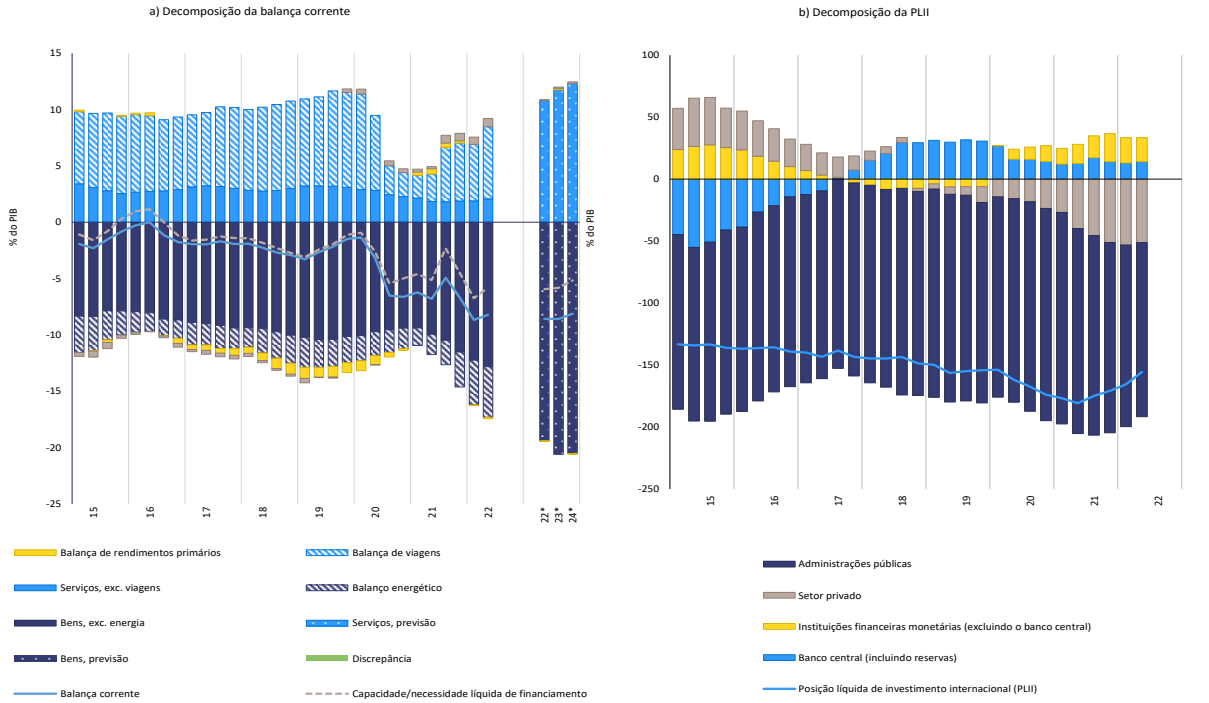
- A **dívida pública** é muito elevada. O rácio dívida pública/PIB é um dos mais elevados da UE, embora tenha diminuído 12 pontos percentuais em 2021, para 194,5 % do PIB, prevendo-se que volte a diminuir em 2022, para um valor abaixo do nível de 2019, e em 2023. O défice orçamental continua a ser elevado, embora tenha diminuído para 7,5 % em 2021, prevendo-se que continue a diminuir. Uma vez que a dívida da Grécia é predominantemente detida por mutuantes oficiais, as taxas de juro favoráveis destes empréstimos garantem que a despesa com juros seja contida no curto e médio prazos. Além disso, a Grécia continua a deter uma considerável reserva de tesouraria, que permite uma gestão eficiente da liquidez e reduz os riscos de refinanciamento. Os diferenciais das obrigações soberanas aumentaram, mas estabilizaram a uma taxa superior à média da área do euro. Os riscos para a sustentabilidade orçamental no curto e médio prazos são elevados, mas são médios no longo prazo.

- Subsistem preocupações com o **setor bancário**. Este setor continua a estar sobrecarregado por um volume elevado, embora significativamente reduzido, de empréstimos não produtivos. A economia apresenta riscos conexos, uma vez que uma parte da dívida privada não produtiva herdada consta dos balanços de instituições financeiras fora do setor bancário. No decurso do

último ano, a criação líquida de novos empréstimos não produtivos permaneceu a uma taxa limitada, mas os empréstimos (da fase 2) improdutivos e a percentagem de empréstimos reestruturados estão acima da média da área do euro. A rendibilidade passou a ser extremamente negativa em 2021 e o rácio de fundos próprios principais de nível 1 continua a ser um dos mais baixos da UE. O crescimento dos preços da habitação continua elevado, mas moderado no início de 2022.

- As fragilidades no **mercado de trabalho** continuam a ser motivo de preocupação, não obstante as melhorias notáveis. A taxa de desemprego diminuiu substancialmente, mas continua a ser uma das mais elevadas da UE, situando-se em 14,7 % em 2021. Prevê-se que continue a diminuir em 2022, mas permaneça globalmente inalterada em 2023. A taxa de atividade é relativamente baixa, embora tenha aumentado em 2021. As taxas de desemprego dos jovens e de longa duração diminuíram, mas continuam a ser as mais elevadas da UE.

Gráfico 3.8.1: **Gráficos selecionados: Grécia**



Fonte: serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.8.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Grécia**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**-2.1**	**-3.7**	**-5.0**	**-6.9**	**-7.1**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		-1.1 (1)	-2.6 (2)	-1.5	-6.6	-6.8	-7.3	-7.4
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-45.7 (3)**	**-47.6 (4)**	**-154.1**	**-173.8**	**-171.9**	**-147.3**	**-143.8**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-133.5	-155.1	-150.2		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**-1.1**	**6.2 p**	**4.0 p**	**5.3**	**1.4**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				0.0	7.2 p	-3.1 p	1.3	3.3
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**0.5**	**0.4**	**-3.1**	**-5.0**	**-9.9**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-2.1	0.4	-1.4	-3.9	-5.0
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um p	**– 6 %**			**3.2**	**-10.7**	**9.6**	**13.3**	**6.7**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				0.7	-19.7	20.1	8.5	1.2
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**110.3**	**124.9 p**	**120.7 p**	**107.6**	**102.0**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**-1.0**	**5.1 p**	**-0.1 p**	**3.1**	**4.0**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		33.8 (6)	21.6 (7)	55.9	59.5	55.2	47,3	43,9
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		62.7 (6)	47.0 (7)	54,4	65,4	65,5	60,3	58,1
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**7.2 e**	**5.7 e**	**6.4 e**	**-0.9**	**-1.5**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		5.0 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**180.6**	**206.3**	**194.5**	**171.1**	**161.9**
Saldo das administrações públicas (% do PIB)				1,1	-9,9	-7,5	-4,1	-1,8
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	**16,5 %**			**11.6**	**27.5**	**14.3**	**1.9**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				0,7	-7,9	-20,1		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				35.5e	26.5e	8.6p	6,8	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**19.8**	**18.4**	**16.7**	**15.0**	**13.3**
Taxa de desemprego (nível do ano)		8.8 (10)		17.9	17.6	14.7	12.6	12.6
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**0.3**	**-2.9**	**-0.8**	**-0.7**	**1.3**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-4.1**	**-3.8**	**-3.3**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-10.7**	**-6.5**	**-5.7**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.9. ESPANHA

Na Espanha, subsistem preocupações relacionadas com os rácios da dívida das famílias e das empresas não financeiras, da dívida pública e da dívida externa, embora tenham retomado a sua trajetória descendente após a crise da COVID-19, com a dívida externa e privada a diminuir de forma contínua num contexto de forte crescimento do PIB nominal. O rácio dívida pública/PIB é muito elevado e o défice orçamental é considerável, não obstante uma ligeira melhoria. Embora ainda seja elevada, a taxa de desemprego já se encontra abaixo dos níveis anteriores à crise, prevendo-se que permaneça estável no próximo ano.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Espanha regista desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência de desequilíbrios ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Espanha.

O PIB real deverá crescer 4,5 % em 2022 e 1 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, a inflação diminuiu para 7,3 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 4,8 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Espanha mostra que, em 2021, seis indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, a posição líquida de investimento internacional, a quota de mercado das exportações, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, a dívida do setor privado, a dívida pública e a variação do desemprego. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- Subsistem preocupações em matéria de **sustentabilidade externa**, não obstante algumas melhorias. A posição líquida de investimento internacional negativa melhorou substancialmente, passando para –71,5 % do PIB em 2021, principalmente devido aos importantes efeitos de valorização positivos e a um elevado crescimento do PIB nominal. Prevê-se que a PLII continue a melhorar, mas a um ritmo inferior. A melhoria esteve principalmente relacionada com a PLII excluindo instrumentos que não podem entrar em incumprimento, que passou de –52,1 % para –39,7 % do PIB. O saldo da balança corrente continuou a registar um pequeno défice de 1,2 % do PIB em 2021, mas prevê-se que diminua ligeiramente. Prevê-se que a robusta época turística melhore a balança de serviços e compense parcialmente, em 2022, a deterioração da balança comercial de bens, incluindo a energia.

- Algumas das preocupações em matéria de **competitividade dos custos** continuam a ser limitadas. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram ligeiramente em 2021 e prevê-se que aumentem mais com o aumento da inflação subjacente. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC subiu ligeiramente em 2021. Contudo, em termos homólogos, registou-se uma depreciação em agosto de 2022.

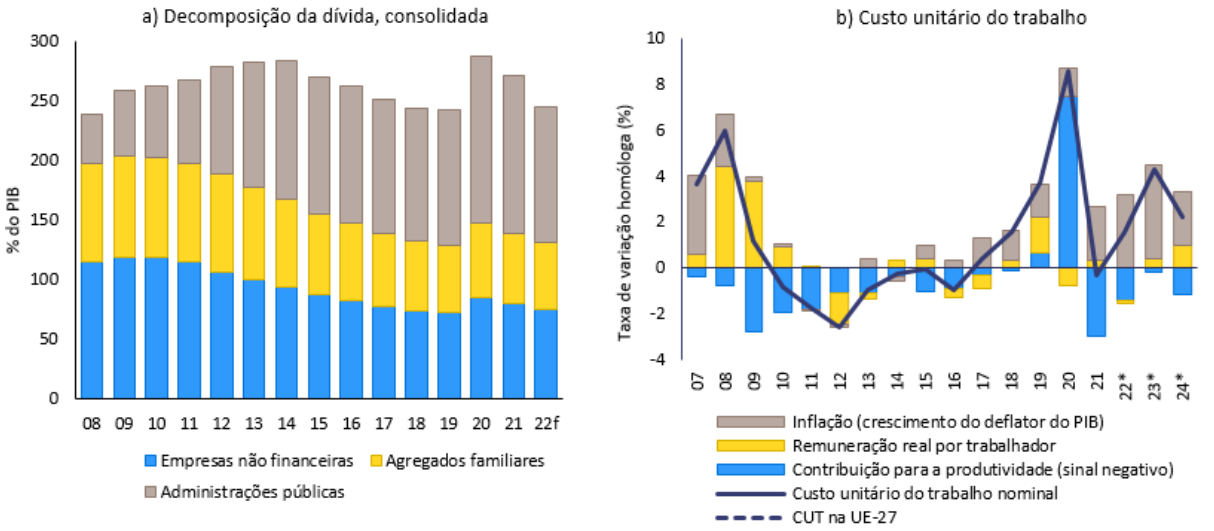
- Subsistem preocupações relacionadas com o rácio **dívida das empresas não financeiras**/PIB, embora o rácio se encontre numa trajetória descendente. Diminuiu moderadamente para 80 % em 2021 e continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, mas existem fatores de risco associados à conjuntura macroeconómica. Mantém-se acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais e continua a ser 8 pontos percentuais mais elevado do que em 2019. O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB está ainda acima, mas próximo, dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores económicos fundamentais, tendo regressado a uma trajetória descendente.

- As preocupações relacionadas com a **dívida pública** continuam a ser elevadas. A dívida pública diminuiu ligeiramente em 2021, atingindo 118,3 % do PIB, prevendo-se que volte a diminuir em 2022 e 2023. O défice orçamental continua a ser elevado, embora tenha diminuído para 6,9 % em 2021. Prevê-se que aumente novamente em 2022 e 2023. Os riscos para a

sustentabilidade orçamental são elevados no médio prazo e médios no longo prazo, parcialmente também devido aos custos relacionados com o envelhecimento da população.

- As fragilidades no **mercado de trabalho** continuam a ser motivo de preocupação, não obstante as melhorias assinaláveis. A taxa de desemprego diminuiu substancialmente na última década, mas continua a ser uma das mais elevadas da UE, situando-se em 14,8 % em 2021, em especial entre os segmentos dos jovens e de longa duração. Prevê-se que continue a diminuir em 2022, mas permaneça globalmente inalterada subsequentemente. As taxas de desemprego dos jovens e de longa duração continuam a ser das mais elevadas da UE, apesar das recentes descidas rápidas. A resiliência do mercado de trabalho beneficia das reformas adotadas no âmbito do Plano de Recuperação e Resiliência, apoiando o mercado de trabalho no contexto de uma deterioração das perspetivas económicas.

Gráfico 3.9.1: **Gráficos selecionados: Espanha**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.9.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Espanha**

	Limiares	r de referên	r de referên	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**02**	**02**	**01**	**01**	**01**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		01 (1)	-02 (2)	02	01	01	01	01
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-58 (3)**	**-19 (4)**	**-74**	**-86**	**-72**	**-60**	**-55**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-46.1	-52.1	-39.7		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**06**	**14 p**	**12 p**	**10**	**06**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				04	09 p	00 p	01	05
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de u	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**02**	**01**	**-01**	**-03**	**-06**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-02	01	01	-04	-03
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um pe	**– 6 %**			**02**	**-07**	**-11**	**01**	**02**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-01	-11	02	13	00
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**129**	**148 p**	**139 p**	**132**	**129**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**02**	**05 p**	**03 p**	**03**	**07**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		41 (6)	47 (7)	56.8	62.7	58.4	56,5	55,2
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		57 (6)	57 (7)				75,3	74,2
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**04**	**02**	**02**	**-02**	**-03**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		12 (8)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**98**	**120**	**118**	**114**	**113**
Dívida pública (% do PIB)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um a	**16,5 %**			**02**	**10**	**07**	**03**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				6,7	-3,5	10,2		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		12,5	13,2	13,3		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				3.1e	2.8e	2.9p	2,7	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**16**	**15**	**15 d**	**14**	**13**
Taxa de desemprego (nível do ano)		12 (10)		14	16	15 d	13	13
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um perí	**–0,2 pontos percentuais**			**00**	**-02**	**00 d**	**-01**	**02**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (varia	**0,5 pontos percentuais**			**-04**	**-03**	**00 d**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação pe	**2 pontos percentuais**			**-12**	**00**	**01 d**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.10. FRANÇA

Na França, subsistem preocupações relacionadas com a competitividade dos custos e com o elevado rácio dívida pública/PIB. Além disso, a elevada dívida privada justifica um acompanhamento atento. A inflação subjacente é inferior à de muitos outros países da área do euro. No entanto, as preocupações em matéria de sustentabilidade externa e competitividade continuam a justificar um acompanhamento rigoroso. Embora esteja em declínio, o rácio dívida pública/PIB e o défice orçamental continuam a ser elevados. A dívida das empresas não financeiras segue uma trajetória descendente, na sequência de um aumento acentuado durante a pandemia.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a França regista desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência de desequilíbrios ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à França.

O PIB real deverá crescer 2,6 % em 2022 e 0,4 % em 2023. A inflação é elevada, embora seja inferior à da maior parte dos outros países da área do euro. Em termos homólogos, a inflação aumentou para 7,1 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 4,1 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da França mostra que, em 2021, três indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, a variação da quota de mercado das exportações, a dívida do setor privado e a dívida pública. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- Os problemas de **sustentabilidade externa** justificam um acompanhamento atento. A balança corrente converteu-se num pequeno excedente de 0,4 % do PIB em 2021 e regressou aos níveis anteriores à pandemia. Prevê-se um défice para 2022 e 2023. A PLII continuou a deteriorar-se em 2021, descendo para –32,1 % do PIB, tendo esta deterioração sido estimulada por um saldo da balança corrente negativo e efeitos de valorização negativos. Prevê-se que melhore no futuro.

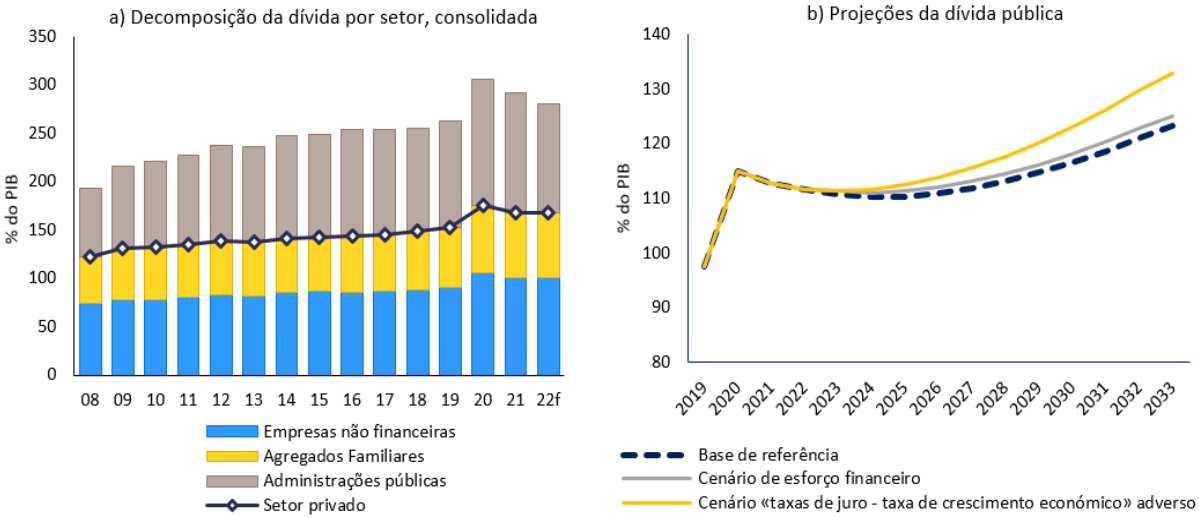
- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos**, que já existiam antes da pandemia de COVID-19, continuam a ser pertinentes. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram em 2021 e prevê-se que aumentem mais acentuadamente no futuro, no contexto de uma inflação subjacente mais baixa do que a maior parte dos outros países da área do euro. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC diminuiu ligeiramente em 2021. Em termos homólogos, continuou a diminuir até agosto de 2022.

- Não obstante a redução para 101 % em 2021, o rácio da **dívida das empresas não financeiras** em relação ao PIB continua elevado. O rácio da dívida das empresas não financeiras continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022. Mantém-se acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais e continua a ser 10 pontos percentuais mais elevado do que em 2019. O endividamento das empresas é acompanhado de reservas de liquidez elevadas e crescentes, o que atenua os riscos.

- As preocupações associadas à evolução dos **preços da habitação** estão a aumentar. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 5,2 % para 6,3 % em 2021. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 7,1 % no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação em 2021 registaram uma sobrevalorização de 20 %. A **dívida das famílias**, em relação ao PIB, está acima dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores económicos fundamentais, e os fluxos de crédito às famílias são elevados. No entanto, os riscos são atenuados graças a uma elevada percentagem de empréstimos a taxas fixas, normas prudentes em matéria de concessão de empréstimos e medidas de política macroprudencial.

- As preocupações associadas à **dívida pública** são significativas. O já elevado rácio dívida pública/PIB, que excede o limiar do painel de avaliação, diminuiu ligeiramente em 2021 para 112,8 % do PIB, prevendo-se que se mantenha globalmente estável, acima do nível de 2019, no decurso do período abrangido pelas previsões. O défice orçamental continua a ser elevado, embora tenha diminuído para 6,5 % em 2021, prevendo-se que continue a diminuir em 2022. Os riscos para a sustentabilidade orçamental permanecem elevados no médio prazo e médios no longo prazo.

Gráfico 3.10.1: **Gráficos selecionados: França**



O cenário de «taxa de juro – taxa de crescimento económico adverso» pressupõe um efeito de bola de neve menos favorável do que no cenário de base (ou seja, o diferencial entre as taxas de juro do mercado e o crescimento do PIB nominal é permanentemente 1 ponto percentual mais elevado). No cenário de «esforço financeiro», o país enfrenta temporariamente (um ano) taxas de juro de mercado mais elevadas em 2023 (ou seja, pressupõe-se que as taxas de juro do mercado aumentem temporariamente 1 ponto percentual em 2023).
Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.10.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, França**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**00**	**-01**	**00**	**-01**	**00**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		00 (1)	-02 (2)	01	-02	00	-01	00
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-76 (3)**	**09 (4)**	**-25**	**-31**	**-32**	**-28**	**-28**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-35.2	-41.3	-37.2		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**01 p**	**05 p**	**05 p**	**09**	**08**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				-01 p	05 p	01 p	03	04
Taxa de câmbio efetiva real – 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**02**	**03**	**00**	**-06**	**-09**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-01	02	-01	-07	-02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	**– 6 %**			**-01**	**-09**	**-11**	**-05**	**-05**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-01	-07	-01	04	00
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**153 p**	**175 p**	**168 p**	**168**	**158**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**08 p**	**14 p**	**07 p**	**09**	**07**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		49 (6)	59 (7)	62.2	68.6	66.7p	67,4	67,0
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		54 (6)	73 (7)				101,0	91,2
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**03**	**04**	**05**	**03**	**-01**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		20 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**97**	**115**	**113**	**112**	**111**
Dívida pública (% do PIB)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um a	**16,5 %**			**06 b**	**11**	**07 p**	**04**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				6,0	4,1	7,1		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		15,2	16,0	16,2		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				2.5e	2.2e	1.9p	1,8	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**09**	**09**	**08 d**	**08**	**08**
Taxa de desemprego (nível do ano)		08 (10)		08	08	08 d	08	08
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**00**	**00**	**00 d**	**01**	**02**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-01**	**-01**	**00 d**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-05**	**-02**	**-03 d**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.11. CROÁCIA

Na Croácia, os rácios da dívida pública, da dívida privada e da dívida externa em relação ao PIB continuam a diminuir, e os riscos associados afiguram-se limitados. O rácio dívida pública/PIB permanece elevado, mas o défice orçamental está a diminuir. O crescimento dos preços nominais da habitação está a acelerar, mas os parâmetros do diferencial de valorização não mostram sinais de uma potencial sobrevalorização dos preços da habitação.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Croácia já não registava desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada no caso da Croácia.

O PIB real deverá crescer 6 % em 2022 e 1 % em 2023. A inflação é elevada e deverá manter-se acima da média da área do euro em 2022 e 2023. Em termos homólogos, a inflação permaneceu em 12,6 % em setembro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 9,8 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Croácia mostra que, em 2021, dois indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, a posição líquida de investimento internacional e a dívida pública. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** atenuaram-se substancialmente. A balança corrente reforçou-se, registando um excedente de 3,1 % do PIB em 2021. Prevê-se que a posição líquida de investimento internacional moderadamente negativa, de –35,1 % do PIB em 2021, continue a melhorar em 2022. A PLII excluindo instrumentos que não podem entrar em incumprimento tornou-se positiva, ascendendo a 12 % do PIB em 2021.

- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** afiguram-se limitadas. A elevada inflação é um risco, embora a indexação dos salários não seja predominante. Os custos unitários nominais do trabalho diminuíram em 2021, mas prevê-se que aumentem acentuadamente em 2022 e 2023. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC subiu ligeiramente em 2021. Em termos homólogos, observou-se uma diminuição moderada até agosto de 2022.

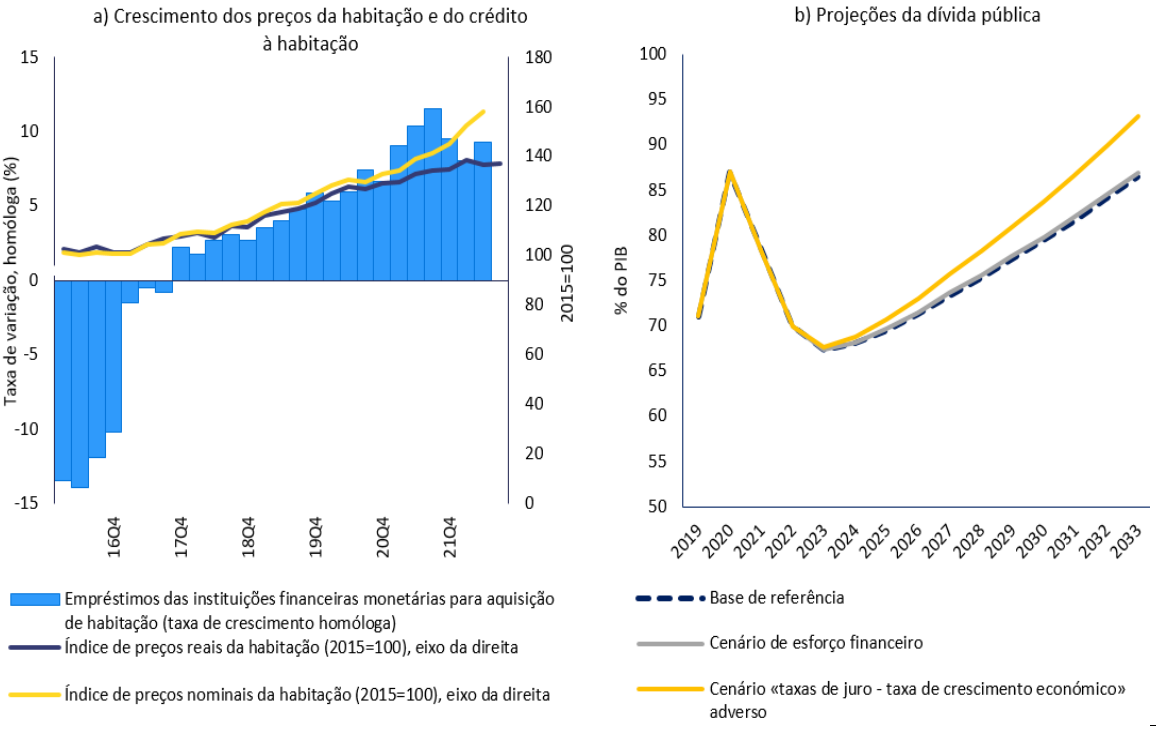
- O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB está acima do seu valor de referência baseado nos indicadores económicos fundamentais, mas muito abaixo do valor de referência prudencial. Em 2021 e 2022, os fluxos de crédito líquidos às famílias foram moderados. O rácio da dívida das famílias em relação ao PIB continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022. A percentagem de empréstimos à habitação a taxa variável é relativamente baixa.

- As preocupações associadas à **evolução dos preços da habitação** estão a aumentar. O crescimento dos preços nominais da habitação desacelerou para 7,3 % em 2021, mas, em termos homólogos, aumentou para 13,6 % no segundo trimestre de 2022. Os parâmetros do diferencial de valorização não mostram sinais de uma potencial sobrevalorização. Não obstante o facto de estar bem capitalizado e a sua rendibilidade ser elevada, o **setor bancário** caracteriza-se também por um rácio de empréstimos não produtivos relativamente elevado, embora em declínio. Os empréstimos (da fase 2) improdutivos aumentaram significativamente desde o início da pandemia e desde então não diminuíram substancialmente.

- Os riscos relacionados com a dívida pública não são negligenciáveis. O rácio **dívida pública**/PIB diminuiu para 78,4 % em 2021, permanecendo acima do limiar de 60 % do painel de avaliação. Prevê-se que continue a diminuir, descendo, em 2022, abaixo do nível de 2019. Os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas diminuíram, mas permanecem acima da média da área do euro. O risco cambial relacionado com a dívida pública será eliminado com a adoção do euro, em 1 de janeiro de 2023. O défice orçamental diminuiu para 2,6 % do PIB em

2021, prevendo-se que continue a diminuir em 2022. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são médios no curto e longo prazos.

Gráfico 3.11.1: **Gráficos selecionados: Croácia**



O cenário de «taxa de juro – taxa de crescimento económico adverso» pressupõe um efeito de bola de neve menos favorável do que no cenário de base (ou seja, o diferencial entre as taxas de juro do mercado e o crescimento do PIB nominal é permanentemente 1 ponto percentual mais elevado). No cenário de «esforço financeiro», o país enfrenta temporariamente (um ano) taxas de juro de mercado mais elevadas em 2023 (ou seja, pressupõe-se que as taxas de juro do mercado aumentem temporariamente 1 ponto percentual em 2023).

Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.11.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Croácia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			03	01	02	01	01
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		00 (1)	-04 (2)	03	-01	03	00	-01
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-47 (3)	-19 (4)	-47	-48	-35	-33	-26
NIENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				1.2	3.0	12.0		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			03	14 p	06 p	12	09
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				00	10 p	-03 p	04	06
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			02	01	-02	-05	-08
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-02	-01	01	-05	-04
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			22	-01	08	28	25
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				04	-16	19	21	-01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			88	98 p	89 p	81	79
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			01	01 p	03 p	03	04
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		55 (6)	18 (7)	34.1	38.0	34.7	32,0	33,1
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		65 (6)	39 (7)				48,5	46,3
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			08	07	05	01	-01
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-03 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			71	87	78	70	67
Dívida pública (% do PIB)				0,2	-7,3	-2,6	-1,6	-2,4
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	16,5 %			07	07	12	01	
Rendibilidade do capital próprio (%)				9,1	4,7	7,7		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				5.2e	5.3e	4.2p	3,7	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			09	08	07	07	07
Taxa de desemprego (nível do ano)		07 (10)		07	08	08	06	06
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			01	01	02	03	02
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-04	-03	-01		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-15	-06	-02		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.12. ITÁLIA

Na Itália, as preocupações relacionadas com o elevado rácio dívida pública/PIB continuam inalteradas. As fragilidades do mercado de trabalho poderão aumentar novamente. Não obstante as melhorias no setor bancário, o risco de ciclos viciosos está a aumentar devido ao contexto macroeconómico e justifica um acompanhamento atento.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Itália regista desequilíbrios macroeconómicos excessivos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência de desequilíbrios excessivos ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Itália.

O PIB real deverá crescer 3,8 % em 2022 e 0,3 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, a inflação aumentou para 12,8 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 4,5 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Itália mostra que, em 2021, três indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, a variação da quota de mercado das exportações, a dívida pública e a variação da taxa de atividade. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** afiguram-se limitadas. Os custos unitários nominais do trabalho mantiveram-se inalterados em 2021, mas prevê-se que aumentem no futuro. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC diminuiu ligeiramente em 2021. Em termos homólogos, continuou a diminuir até agosto de 2022. Em contrapartida, há décadas que o crescimento da produtividade tem-se atrasado em comparação com os países homólogos na UE.

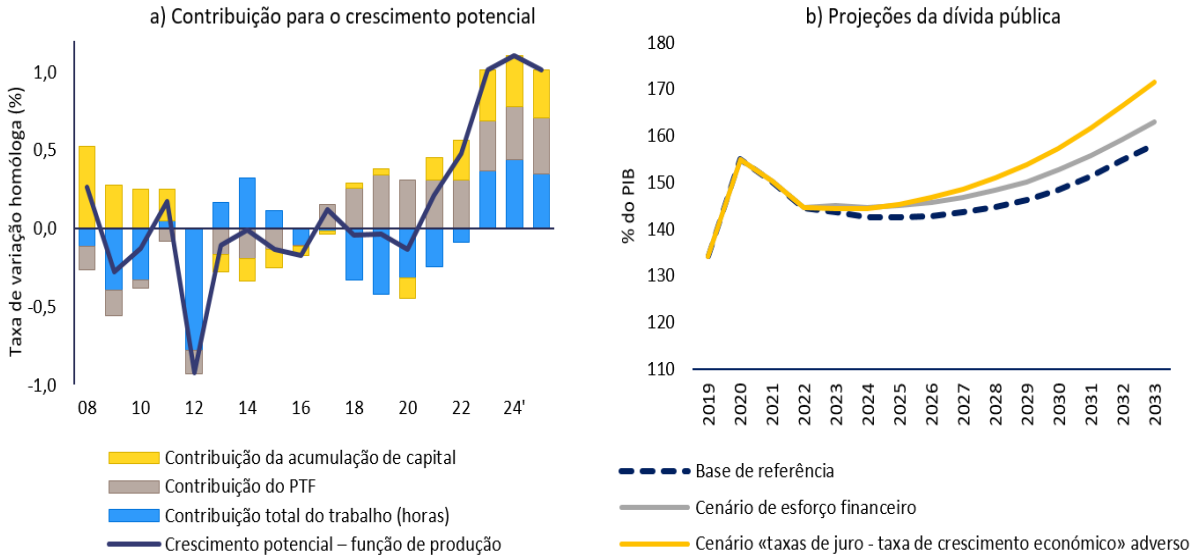
- O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB permanece próximo dos valores de referência e o fluxo de crédito líquido para as famílias manteve-se moderado em 2021 e 2022. O rácio da dívida das famílias em relação ao PIB manteve-se globalmente estável no primeiro semestre de 2022. A percentagem de empréstimos a taxa variável é relativamente baixa.

- A **dívida pública** continua elevada, apesar de o seu rácio em relação ao PIB ter diminuído para 150,3 % em 2021. Embora se preveja que continue a diminuir, deverá manter-se bastante acima do nível de 2019. O défice orçamental continua a ser elevado, embora tenha diminuído para 7,2 % em 2021, prevendo-se que continue a diminuir. Os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas divergiram significativamente da média da área do euro, o que aumenta os custos de financiamento, mas de forma algo gradual, dada a maior maturidade média da dívida pendente. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são elevados no médio prazo, não obstante o facto de a redução prevista dos custos do envelhecimento da população diminuir o risco para médio no longo prazo.

- O **setor bancário** registou melhorias substanciais nos últimos anos. Prosseguiu a redução do rácio dos empréstimos não produtivos, atingindo cerca de 3,5 % em 2021. Embora este rácio permaneça apenas ligeiramente acima da média da área do euro, os empréstimos (da fase 2) improdutivos cresceram desde 2020. A significativa ligação banco-entidades soberanas e a ligação com algumas vulnerabilidades do setor empresarial podem aumentar o risco de ciclos viciosos.

- As fragilidades no **mercado de trabalho** continuam a ser motivo de preocupação. A taxa de desemprego aumentou para 9,5 % em 2021 e continua a ser relativamente elevada, embora seja inferior ao limiar de 10 %. Prevê-se que diminua em 2022, mas aumente em 2023. A taxa de atividade é relativamente baixa, em especial para as mulheres, apesar de ter aumentado em 2021. As taxas de desemprego dos jovens e de longa duração continuam a ser das mais elevadas da UE.

Gráfico 3.12.1: **Gráficos selecionados: Itália**



O cenário de « taxa de juro – taxa de crescimento económico adverso» pressupõe um efeito de bola de neve menos favorável do que no cenário de base (ou seja, o diferencial entre as taxas de juro do mercado e o crescimento do PIB nominal é permanentemente 1 ponto percentual mais elevado). No cenário de «esforço financeiro», o país enfrenta temporariamente (um ano) taxas de juro de mercado mais elevadas em 2023 (ou seja, pressupõe-se que as taxas de juro do mercado aumentem temporariamente 1 ponto percentual em 2023).
Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.12.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Itália**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			03	03	03	03	01
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		0 2 (1)	00 (2)	03	04	03	01	00
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-66 (3)	15 (4)	-01	01	08	07	07
NIENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-0.1	1 2	6.4		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 1 2 % (não AE)			03	07	05	06	05
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				01	03	00	03	02
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			00	01	-02	-06	-09
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-02	01	-01	-06	-03
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			-02	-03	-06	01	01
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-01	-03	-01	07	00
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			106	119	114	110	106
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			00	04	03	04	05
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		44 (6)	39 (7)	41.1	44.9	43.4	42,6	42,5
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		78 (6)	58 (7)				67,1	63,9
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			-01	02	01	-02	-04
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-08 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			134	155	150	145	144
Dívida pública (% do PIB)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,6
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	16,5 %			05	07	06	01	
Rendibilidade do capital próprio (%)				4,9	1,0	5,7		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				6.7e	4.5e	3.5p	3,0	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			11	10	10	09	09
Taxa de desemprego (nível do ano)		10 (10)		10	09	10	08	09
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	– 0,2 pontos percentuais			01	-02	-01	01	02
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	-02	-01		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-09	-05	-03		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.13. CHIPRE

Em Chipre, subsistem preocupações relacionadas com os rácios da dívida das famílias e empresas não financeiras, da dívida pública e da dívida externa em relação ao PIB, embora estes tenham retomado a sua trajetória descendente após a crise da COVID-19. Não obstante as melhorias, os rácios da dívida das empresas não financeiras e das famílias em relação ao PIB continuam a ser dos mais elevados da UE. O elevado défice da balança corrente diminuiu, mas prevê-se que volte a aumentar, num contexto de agravamento da conjuntura externa. O setor bancário revelou-se resiliente, embora subsistam riscos, incluindo os associados aos empréstimos não produtivos.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que Chipre regista desequilíbrios macroeconómicos excessivos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência de desequilíbrios excessivos ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa a Chipre.

O PIB real deverá crescer 5,6 % em 2022 e 1 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, a inflação diminuiu para 8,6 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 5,9 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação de Chipre mostra que, em 2021, quatro indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o saldo da balança corrente, a posição líquida de investimento internacional, a dívida do setor privado e a dívida pública. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- A **sustentabilidade externa** continua a ser motivo de preocupação. O défice da balança corrente continua a ser elevado, embora tenha havido uma certa redução para 6,8 % do PIB em 2021. A melhoria foi estimulada pela recuperação parcial da balança de viagens, que mais do que compensou a deterioração da balança comercial de bens energéticos. O agravamento do saldo do rendimento primário contribuiu negativamente. Prevê-se que o défice da balança corrente aumente em 2022, antes de voltar a diminuir, permanecendo, porém, elevado. Este défice não é conducente à manutenção da posição líquida de investimento internacional em níveis prudentes. Embora tenha continuado a ser substancial e negativa, situando-se em –117,8 % do PIB em 2021, a PLII reflete, em grande medida, as atividades de entidades de finalidade especial com ligações alegadamente limitadas à economia nacional. Prevê-se que a PLII continue a diminuir.

- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** são limitadas. Os custos unitários nominais do trabalho diminuíram em 2021, mas prevê-se que aumentem ligeiramente, tendo em conta a elevada inflação subjacente. Existe uma indexação parcial dos salários à inflação. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC diminuiu ligeiramente em 2021. Em termos homólogos, continuou a diminuir até agosto de 2022.

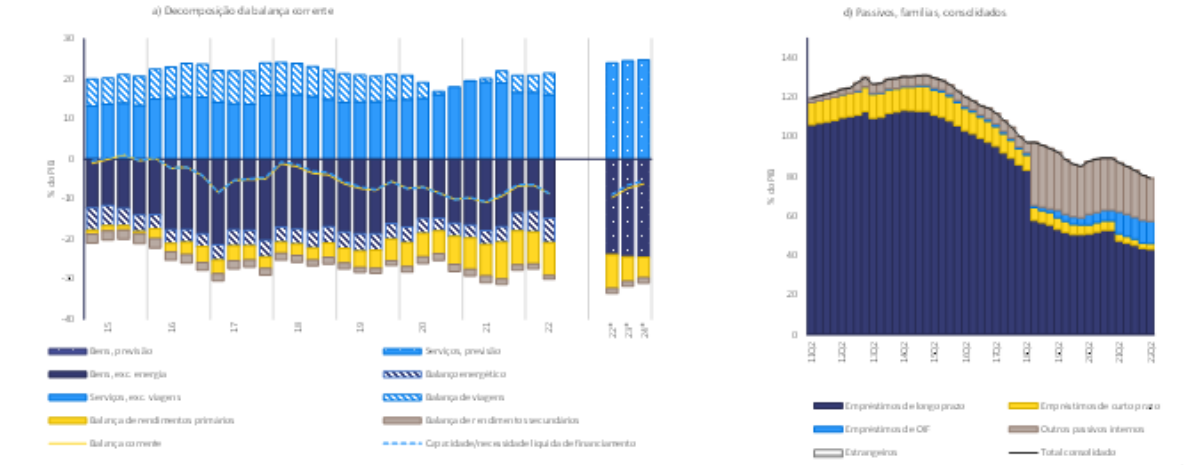
- O rácio da **dívida das empresas não financeiras** em relação ao PIB continua a ser um dos mais elevados da UE, mas segue uma trajetória descendente. Continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, mas ainda está acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais. A elevada percentagem da dívida externa das entidades não financeiras de finalidade especial proprietárias de navios e as elevadas reservas de liquidez atenuam os riscos. Os empréstimos não produtivos às empresas por parte dos bancos continuam a ser elevados e existem também empréstimos não produtivos detidos por empresas adquirentes de crédito. O rácio da dívida das famílias em relação ao PIB é igualmente um dos mais elevados da UE e está acima do indicador de referência prudencial estimado. No entanto, o rácio diminuiu em 2021 e continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022. Uma parte da dívida das famílias assume a forma de empréstimos não produtivos detidos por bancos ou empresas adquirentes de crédito. A repetida suspensão das execuções de créditos à habitação compromete a disciplina de pagamento. É provável que as taxas de juro mais elevadas exerçam pressão na capacidade de

serviço da dívida das empresas não financeiras e das famílias, uma vez que predomina a dívida a taxa de juro variável.

- Subsistem as preocupações relacionadas com o elevado rácio **dívida pública**/PIB. O rácio da dívida pública diminuiu para 101 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a diminuir, em 2022, para valores abaixo do nível de 2019. Os diferenciais das obrigações soberanas tendem a ser mais elevados do que noutros membros da área do euro. Prevê-se que o saldo orçamental se transforme num excedente em 2022 e que os excedentes primários previstos mantenham as necessidades brutas de financiamento das administrações públicas em níveis relativamente baixos. Além disso, Chipre dispõe de uma considerável reserva de tesouraria. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são médios tanto no médio prazo como no longo prazo.

- O **setor bancário** revelou-se resiliente, não obstante os desafios remanescentes. Em 2021, o volume de empréstimos não produtivos voltou a descer para cerca de 5,6 % devido à venda de ativos, mantendo-se estável em 2022. O impacto da pandemia é visível no aumento da percentagem de empréstimos que comportam um risco acrescido. O rácio de empréstimos da fase 2 e a proporção de empréstimos reestruturados estão muito acima da média da área do euro. No entanto, até à data, os novos incumprimentos na sequência do levantamento das moratórias foram limitados. Embora o rácio de fundos próprios de nível 1 esteja próximo da média da UE, a rendibilidade dos capitais próprios é uma das mais baixas da UE, tendo sido apenas ligeiramente positiva em 2021. Espera-se que as taxas de juro mais elevadas aumentem o rendimento líquido dos juros dos bancos, tendo em conta o montante significativo das disponibilidades líquidas dos bancos e a predominância de empréstimos a taxa variável. No entanto, a qualidade dos ativos poderá deteriorar-se com a compressão dos balanços do setor privado.

Gráfico 3.13.1: **Gráficos selecionados: Chipre**



Fonte: Eurostat, Comext e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.13.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Chipre**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			-05	-07	-08	-09	-08
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		-02 (1)	-01 (2)	-06	-10	-07	-10	-07
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-59 (3)	-40 (4)	-115	-135	-118	-105	-108
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-155.3	-111.4	-76.4		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			05	07	04 p	02	06
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				03	03	-01 p	01	07
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			00	00	-02	-06	-09
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-02	01	-01	-06	-03
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			25	39	25	25	20
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				05	14	-03	04	-01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			266	270	248 p	228	213
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			-01	-01	04 p	03	00
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		46 (6)	93 (7)	86.2	89.4	83.0	77,4	74,5
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		81 (6)	137 (7)				150,8	138,5
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			03	01	-04	-06	-04
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-14 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			90	114	101	90	84
Dívida pública (% do PIB)				1,3	-5,8	-1,7	1,1	1,1
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um a	16,5 %			08	-07	-01	00	
Rendibilidade do capital próprio (%)				3,5	-3,3	0,6		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				18.1e	11.0e	5.6p	5,6	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			09	08	07	07	07
Taxa de desemprego (nível do ano)		09 (10)		07	08	08	07	07
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			03	02	02	-01	00
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-04	-02	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-13	-07	-03		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.14. LETÓNIA

Na Letónia, as preocupações relacionadas com a competitividade dos custos e a evolução dos preços da habitação já existiam antes da pandemia de COVID-19 e estão a aumentar. Os custos unitários nominais do trabalho deverão continuar a aumentar devido à desaceleração do crescimento da produtividade. O crescimento dos preços nominais da habitação continua a ser rápido e acelerou mais recentemente, conduzindo a uma ligeira sobrevalorização, embora a dívida das famílias seja baixa. O aumento dos preços da energia repercutiu-se na inflação subjacente, que é uma das mais elevadas da UE, e contribuiu para uma deterioração da balança corrente.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Letónia. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar as novas vulnerabilidades emergentes e as suas implicações no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Letónia.

O PIB real deverá crescer 1,9 % em 2022 e –0,3 % em 2023. A inflação é uma das mais elevadas na área do euro. Em termos homólogos, a inflação diminuiu para 21,8 % em outubro, estimando-se que a inflação subjacente seja de 8,9 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A interpretação do painel de avaliação da Letónia mostra que, em 2021, quatro indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação, a variação da taxa de atividade e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** são limitadas, apesar da deterioração das perspetivas**.** A balança corrente tornou-se negativa em 2021, atingindo –4,2 %, e prevê-se que continue a deteriorar-se em 2022, principalmente devido ao aumento dos custos das importações de energia. O défice orçamental aumentou significativamente durante a crise da COVID-19, tendo atingido 7 % em 2021, e prevê-se que se mantenha em torno deste nível em 2022, antes de diminuir em 2023. No entanto, a posição líquida de investimento internacional continuou a melhorar, ascendendo a –27,4 % do PIB em 2021. Uma vez que os passivos da Letónia consistem, em grande medida, em obrigações de dívida pública e investimento direto estrangeiro, a PLII excluindo instrumentos que não podem entrar em incumprimento é positiva.

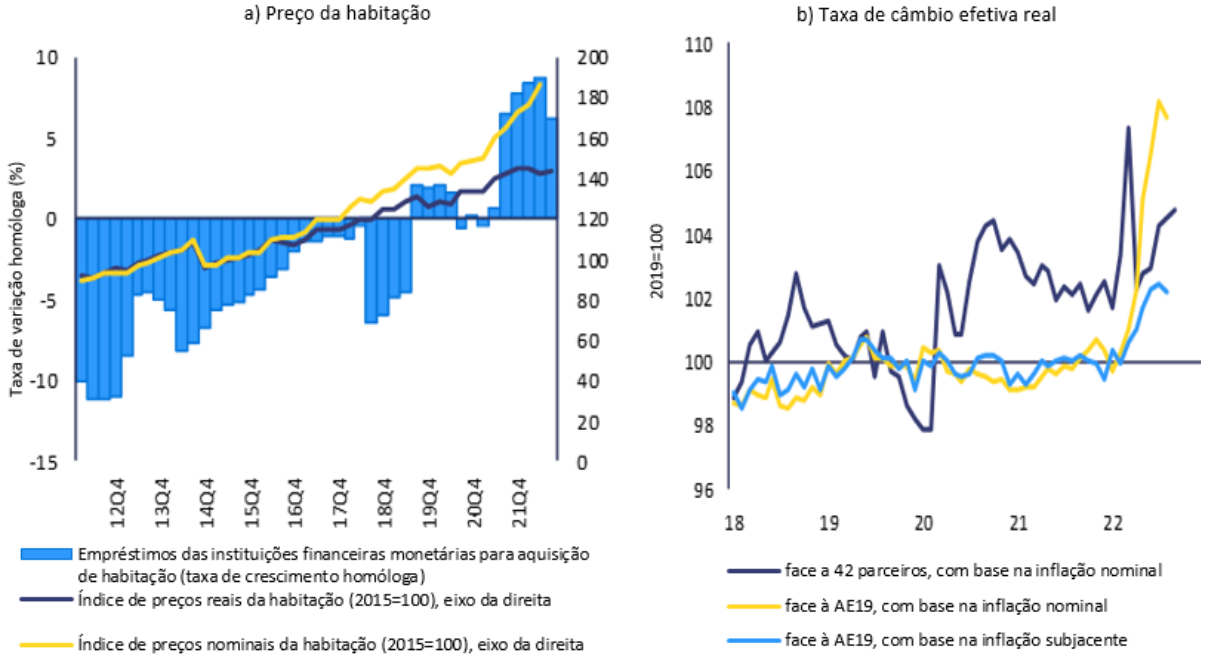
- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** já existiam antes da pandemia de COVID-19 e continuam a ser pertinentes. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho desacelerou para 4 % em 2021, mas prevê-se que volte a acelerar acentuadamente em 2022 e se mantenha elevado em 2023. A elevada inflação pode exercer uma pressão adicional no crescimento dos salários e espera-se que o agravamento das perspetivas económicas reduza o crescimento da produtividade. Embora a inflação tenha sido particularmente elevada, a taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC aumentou ligeiramente em 2021, tendo igualmente aumentado, em termos homólogos, até agosto de 2022.

- O elevado crescimento **dos preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação atingiu 10,9 % em 2021 e acelerou significativamente no primeiro semestre de 2022. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, situou-se em 16,5 % no segundo trimestre de 2022. Esta aceleração segue-se a uma década em que o crescimento dos preços da habitação se manteve globalmente a par do crescimento dos salários. Estima-se que os preços da habitação em 2021 registaram uma sobrevalorização de 10 %. O crédito à habitação é moderado e a dívida das famílias é baixa e está a diminuir.

- **O setor bancário** é sólido e está bem capitalizado. A rendibilidade melhorou em 2021 acima da média da UE e o rácio de empréstimos não produtivos diminuiu mais de 2 pontos percentuais para 2,1 %. A dinâmica do crédito foi moderada e a dívida do setor privado continuou a diminuir.

- O **mercado de trabalho** deteriorou-se durante a crise da COVID-19 e não recuperou plenamente. A taxa de desemprego diminuiu para 7,6 % em 2021, prevendo-se que diminua ligeiramente em 2022, antes de voltar a aumentar em 2023. A taxa de atividade diminuiu significativamente em 2021, interrompendo uma tendência de melhoria de quase dez anos, mas prevê-se que comece a aumentar novamente em 2022. O desemprego dos jovens não melhorou após o aumento registado em 2020.

Gráfico 3.14.1: **Gráficos selecionados: Letónia**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.14.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Letónia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			00	01	-01	-03	-07
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		00 (1)	-04 (2)	-01	03	-04	-08	-08
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-51 (3)	-13 (4)	-40	-34	-27	-24	-25
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				5.8	14.1	18.9		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			15	16	15	22	26
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				05	05	04	12	07
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			04	06	02	-03	-08
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				00	02	00	-05	-03
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			03	20	13	16	10
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-01	12	-02	04	-02
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			66	65	58	53	51
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			01	-02	01	02	03
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		62 (6)	18 (7)	20.2	20.3	19.4	18,1	18,1
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		84 (6)	69 (7)				35,0	33,3
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			06	03	07	-03	-02
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		10 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			37	42	44	42	44
Dívida pública (% do PIB)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	16,5 %			05	11	13	02	
Rendibilidade do capital próprio (%)				9,6	5,2	4,5		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				3.9e	4.6e	2.1p	1,8	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			08	07	07	08	08
Taxa de desemprego (nível do ano)		07 (10)		06	08	08	07	08
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	– 0,2 pontos percentuais			01	01	-02	02	03
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-02	-01	-01		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-05	-02	03		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.15. LITUÂNIA

Já existiam, na Lituânia, preocupações relacionadas com a competitividade dos custos antes da pandemia de COVID-19 e a evolução atual trá-las para primeiro plano. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho tem sido forte nos últimos anos e deverá permanecer elevado, enquanto a inflação subjacente também foi elevada em comparação com os países homólogos da Lituânia na área do euro. O crescimento dos preços nominais da habitação é um dos mais elevados da UE, continuando a verificar-se o crescimento dos empréstimos.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Lituânia. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar as novas vulnerabilidades emergentes e as suas implicações no âmbito de uma análise aprofundada relativa à Lituânia.

O PIB real deverá crescer 2,5 % em 2022 e 0,5 % em 2023. A inflação é elevada, incluindo em comparação com os parceiros comerciais da Lituânia na área do euro. Em termos homólogos, diminuiu para 22 % em outubro de 2022, estimando-se a inflação subjacente em 11,9 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação relativa à Lituânia mostra que, em 2021, cinco indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, nomeadamente o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação, o crescimento dos passivos do setor financeiro, a variação do desemprego de longa duração e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** permanecem contidas, apesar da deterioração das perspetivas. O excedente da balança corrente diminuiu para 1,1 % em 2021, anulando o seu aumento temporário durante a pandemia e impulsionado pela deterioração da balança comercial, tanto em relação aos bens energéticos como a outros bens. Prevê-se para 2022 uma deterioração do saldo da balança corrente para um défice considerável. Após uma redução substancial em 2021, prevê-se que o défice orçamental aumente para 1,9 % em 2022 e continue a aumentar em 2023. A posição líquida de investimento internacional (PLII) é quase equilibrada e prevê-se que continue a melhorar. Uma vez que os seus passivos consistem, em grande medida, em investimento direto estrangeiro, a PLII líquida de instrumentos não passíveis de incumprimento é positiva.

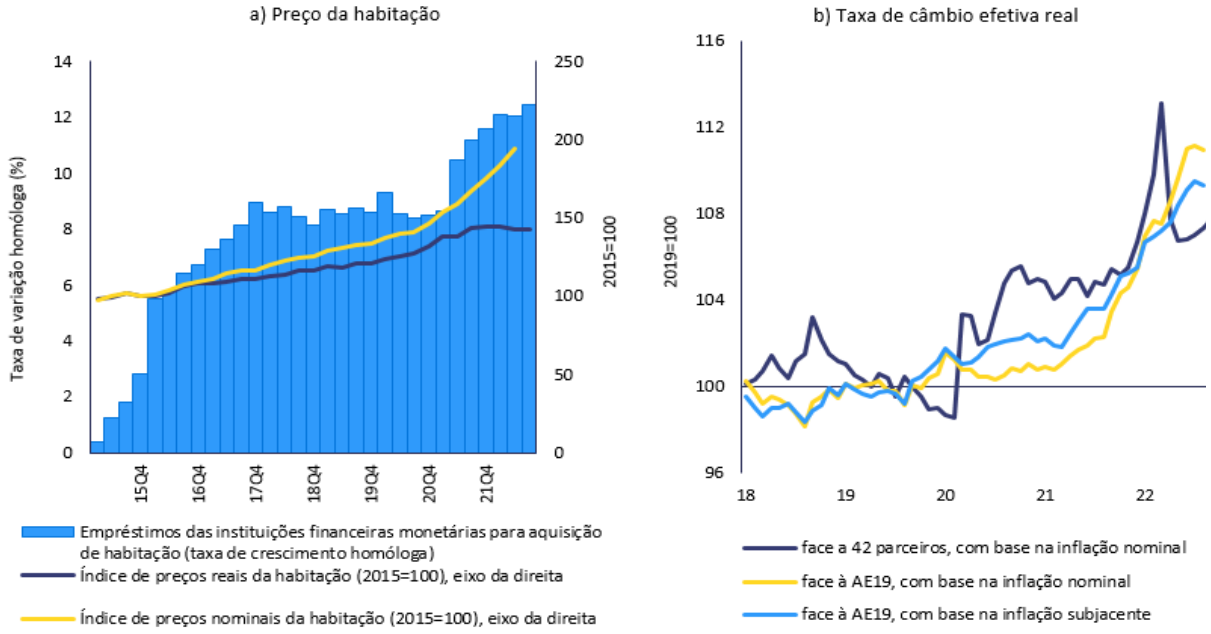
- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** existentes antes da pandemia de COVID-19 continuam a ser graves. Os custos unitários nominais do trabalho têm vindo a aumentar substancialmente nos últimos anos e prevê-se que o seu crescimento acelere em 2022, no contexto dos fortes aumentos salariais nominais da Lituânia. Estão previstos novos aumentos, embora consideravelmente menos pronunciados, para o período de previsão remanescente. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC apreciou-se em 2021. No entanto, em termos homólogos, mantinha-se praticamente inalterada em agosto de 2022.

- O elevado **crescimento dos preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 7,3 %, em 2020, para 16,1 %, em 2021, representando um dos ritmos de crescimento mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação numa base anual aumentou para 22,1 % no segundo trimestre de 2022. Para 2021, os parâmetros dos preços da habitação não apontam para potenciais sinais de sobrevalorização. O crédito às famílias recuperou nos últimos meses.

- A **taxa de desemprego** retomou a sua tendência decrescente, atingindo 7,1 % em 2021, prevendo-se que diminua também em 2022, antes de voltar a aumentar em 2023. A taxa de desemprego continua a ser mais elevada do que em muitos outros países da UE, enquanto a taxa de postos vagos aumentou para um nível historicamente elevado. A taxa de desemprego

de longa duração aumentou ligeiramente em 2021. A taxa de desemprego dos jovens diminuiu em 2021.

Gráfico 3.15.1: **Gráficos selecionados: Lituânia**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.15.1: **Indicadores económicos e financeiros selecionados, Lituânia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			02	04	04	02	-02
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		01 (1)	-03 (2)	04	07	01	-04	-03
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-61 (3)	01 (4)	-24	-16	-07	-03	-04
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				5.6	15.2	22.2		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			17	17	19	26	24
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				06	05	07	12	03
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			04	07	04	-01	-09
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-01	03	02	-06	-05
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			16	39	38	30	22
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				07	09	03	03	-02
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			55	54	54	51	47
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			03	00	06	06	06
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		64 (6)	15 (7)	23.0	24.2	23.6	22.6	22.7
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		87 (6)	49 (7)				28.5	24.1
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			05	06	11	-02	-03
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-07 (8)		6.8	7.3	16.1	14.1	2.8
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			36	46	44	38	41
Dívida pública (% do PIB)				0.5	-7.0	-1.0	-1.9	-4.4
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um a	16,5 %			06	29	25	08	
Rendibilidade do capital próprio (%)				14.5	10.0	10.4		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		19.5	21.5	23.2		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.7e	2.2e	1.2p	1.0	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			07	07	07	07	07
Taxa de desemprego (nível do ano)		06 (10)		06	09	07	06	07
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			03	03	01	01	-01
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	00	01		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-03	06	03		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.16. LUXEMBURGO

No Luxemburgo, as preocupações relacionadas com a evolução dos preços da habitação e o elevado endividamento das famílias têm aumentado. O crescimento dos preços nominais da habitação é um dos mais elevados da UE, suscitando preocupações quanto à sobrevalorização e ao elevado endividamento das famílias. A dívida das famílias em percentagem do rendimento disponível bruto das famílias está a diminuir, mas continua a ser muito elevada. O setor bancário é estável, mas enfrenta alguns riscos. Poderão surgir algumas preocupações em termos de competitividade, num contexto de crescimento contínuo dos custos unitários do trabalho.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso do Luxemburgo. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar as novas vulnerabilidades emergentes e as suas implicações no âmbito de uma análise aprofundada relativa ao Luxemburgo.

O PIB real deverá crescer 1,5 % em 2022 e 1 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, manteve-se em 8,8 % em outubro, enquanto a inflação subjacente se estima em 4,9 % em setembro, sendo inferior à de muitos outros países da área do euro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação do Luxemburgo mostra que, em 2021, cinco indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, nomeadamente o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação, o fluxo de crédito ao setor privado, a dívida do setor privado e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- A **competitividade dos custos** poderá vir a suscitar preocupações. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram 3,9 % em 2021 e prevê-se que continuem a aumentar mais acentuadamente em 2022 e 2023. Prevê-se que o vasto pacote de medidas adotadas para travar a inflação venha a moderar os aumentos salariais nominais no futuro. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC apreciou-se marginalmente em 2021. Em termos homólogos, depreciou-se até agosto de 2022.

- O rácio **dívida das empresas não financeiras**/PIB é o mais elevado da UE, embora tenha diminuído moderadamente, para 274 % do PIB em 2021. Mantém-se acima dos valores de referência prudenciais e fundamentais e continua a ser 31 pontos percentuais mais elevado do que em 2019. A elevada percentagem de empréstimos intragrupos transnacionais na dívida das empresas reduz estes riscos. Situada em 11 %, a percentagem de empréstimos a empresas denominados em moeda estrangeira é uma das mais elevadas entre os países da área do euro. O rácio da dívida das empresas não financeiras diminuiu no primeiro semestre de 2022, mas existem fatores de risco associados à conjuntura macroeconómica. Os fluxos de crédito a empresas não financeiras diminuíram, mas também permanecem muito elevados, situando-se em 16,7 % do PIB.

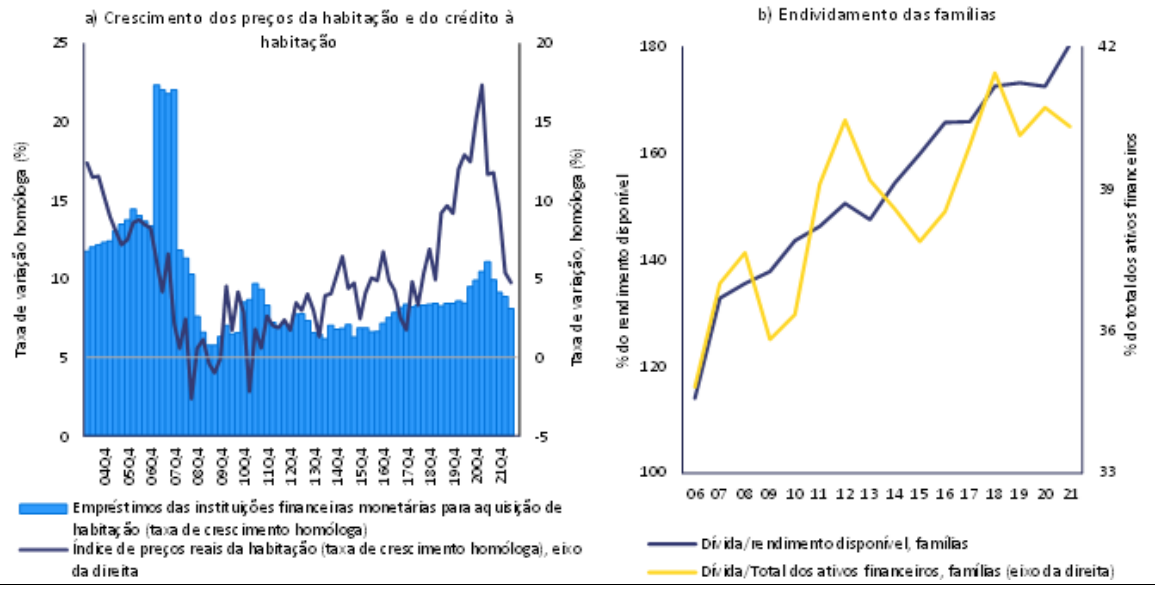
- A **dívida das famílias** em percentagem do rendimento disponível bruto das famílias está a diminuir, embora continue a ser uma das mais elevadas da UE. Os fluxos de crédito líquidos às famílias registaram um abrandamento no segundo trimestre de 2022. O volume da dívida diminuiu devido ao crescimento do PIB nominal e continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022. Os custos de financiamento para as famílias começaram a aumentar, em parte devido à elevada percentagem de empréstimos à habitação de juro variável e em consonância com o aumento da AE, e os critérios de concessão de empréstimos à habitação tornaram-se mais restritivos.

- O **crescimento** muito elevado dos **preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação manteve-se muito elevado, situando-se em 13,9 % em 2021, em comparação com 14,5 % em 2020, representando um dos

ritmos de crescimento mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 11,5 % no segundo trimestre de 2022. Um dos rácios preços/rendimentos mais elevados da UE suscita preocupações em termos de comportabilidade financeira. Situando-se em 61 %, os preços da habitação foram estimados como sendo os mais sobrevalorizados entre os Estados-Membros da UE, de acordo com o modelo de valorização da Comissão em 2021. O risco de uma correção acentuada dos preços da habitação é limitado, dadas as restrições da oferta, mas aumentou devido a condições de financiamento mais restritivas e a um menor crescimento.

- O **setor bancário** é estável, mas enfrenta alguns riscos. Os bancos estão bem capitalizados e dispõem de liquidez. A rendibilidade aumentou em 2021, mas manteve-se bastante abaixo da média da UE. O rácio de empréstimos não produtivos é o mais baixo da UE. O crescimento dinâmico do crédito à habitação, apesar de uma recente desaceleração, representa um risco principal para o setor bancário, num contexto de já elevado endividamento das famílias e de sobrevalorização dos preços da habitação.

Gráfico 3.16.1: **Gráficos selecionados: Luxemburgo**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.16.1: **Indicadores económicos e financeiros selecionados, Luxemburgo**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			04	04	04	04	03
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		05 (1)	03 (2)	03	05	05	03	03
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-171 (3)	54 (4)	68	56	31	34	35
NEIDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-4153.8	-4 172.4	-4766.5		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			15	13	11 p	15	17
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				03	04	04 p	07	06
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			02	02	01	-02	-05
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-01	00	01	-03	-03
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			07	18	13	14	14
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				03	15	-01	-01	-01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			311	320	341 p	330	310
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			25	43	54 p	12	08
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		92 (6)	88 (7)	67.2	68.5	66.0	67,2	67,6
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		105 (6)	90 (7)				262,5	242,3
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			08	13	12	04	02
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		61 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			22	25	25	24	26
Dívida pública (% do PIB)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	16,5 %			04	-03	11	00	
Rendibilidade do capital próprio (%)				5,2	4,4	5,5		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10 6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				0.6e	0.7e	0.6p	0,7	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			06	06	06	06	05
Taxa de desemprego (nível do ano)		06 (10)		06	07	05	05	05
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	– 0,2 pontos percentuais			02	02	02	-01	-02
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	00	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-02	08	03		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.17. HUNGRIA

Na Hungria, as preocupações relacionadas com a sustentabilidade externa, a competitividade dos custos, a sustentabilidade orçamental e a evolução dos preços da habitação continuam a avolumar-se. O défice da balança corrente aumentou em 2021, prevendo-se que continue a aumentar, e a taxa de câmbio tem vindo a registar uma tendência de depreciação. Os aumentos dos custos unitários do trabalho têm sido, desde há anos, muito elevados e continuam a ser acentuados, mantendo-se até à data a competitividade dos custos através da depreciação nominal. O crescimento dos preços nominais da habitação tem-se contado, recentemente, entre os mais elevados da UE, num contexto de oferta limitada e de uma estimativa da sobrevalorização dos preços da habitação. O défice orçamental continua a ser elevado.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Hungria. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar as novas vulnerabilidades emergentes e as suas implicações no âmbito de uma análise aprofundada relativa à Hungria.

O PIB real deverá crescer 5,5 % em 2022 e 0,1 % em 2023. A inflação é muito elevada, incluindo em comparação com os parceiros comerciais da Hungria da área do euro. Em termos homólogos, aumentou para 20,7 % em setembro, estimando-se a inflação subjacente em 13,2 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação relativa à Hungria mostra que, em 2021, cinco indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, nomeadamente a posição líquida de investimento internacional, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação, a dívida pública e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- Os riscos para a **sustentabilidade externa** aumentaram num contexto de deterioração dos fluxos externos. O défice da balança corrente aumentou para 4 % do PIB em 2021, com um claro aumento em curso em 2022. As elevadas importações líquidas de energia da Hungria tornam o saldo externo sensível à evolução dos preços da energia a nível internacional. A posição líquida de investimento internacional (PLII) negativa manteve-se praticamente inalterada em 2021. A PLII líquida de instrumentos não passíveis de incumprimento é quase equilibrada. As reservas cambiais cobrem pouco mais de três meses de importações e excedem a dívida externa de curto prazo.

- Persistem as preocupações em matéria de **competitividade dos custos** existentes antes da pandemia de COVID-19. A continuação das depreciações nominais do forinte compensou parcialmente os grandes aumentos dos custos unitários do trabalho (CUT) nominais nos últimos anos. Os CUT voltaram a aumentar em 2021, no contexto de um mercado de trabalho restritivo, prevendo-se que aumentem acentuadamente em 2022 e 2023. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC manteve-se praticamente inalterada em 2021, tendo-se subsequentemente depreciado fortemente até agosto de 2022.

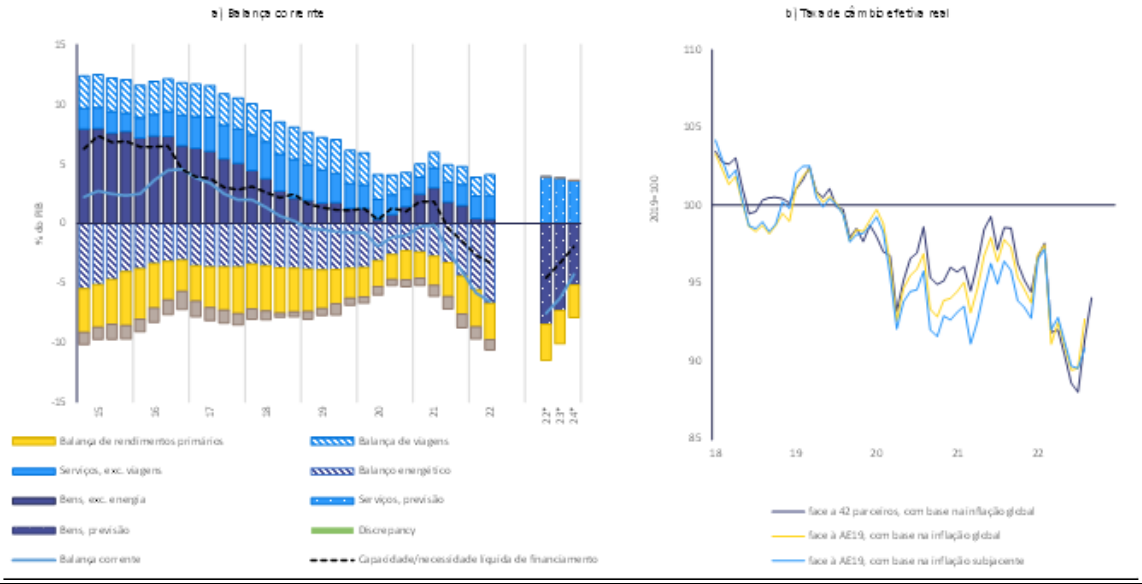
- O **crescimento dos preços da habitação** muito elevado continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 4,9 % para 16,5 % em 2021, representando um dos ritmos de crescimento mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 22,8 % no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação em 2021 estivessem sobrevalorizados em 17 %. Paralelamente, o investimento em habitação situou-se muito abaixo da média da UE, em 3,9 % do PIB em 2021.

- A **dívida pública** diminuiu ligeiramente em 2021, para 76,8 % do PIB, graças a um crescimento acentuado do PIB nominal, prevendo-se que estabilize em torno desse nível. O défice orçamental diminuiu para 7,1 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a abrandar em

resultado das medidas anunciadas pelo Governo. A percentagem da dívida pública denominada em moeda estrangeira ou detida por não residentes é elevada. Os rendimentos das obrigações soberanas aumentaram para todos os prazos de vencimento, especialmente desde o verão do ano passado. Ao mesmo tempo, as necessidades brutas de financiamento das administrações públicas são elevadas. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são moderados a médio prazo e elevados a longo prazo, também devido ao envelhecimento da população.

- O **setor bancário** permanece, no geral, sólido, mas enfrenta desafios no futuro. A rendibilidade é uma das mais elevadas da UE, o rácio de fundos próprios de nível 1 está próximo da média da UE e o rácio de empréstimos não produtivos manteve-se baixo, embora se tenha verificado um aumento da dívida reestruturada em 2021. Um imposto sobre ganhos excecionais recém-introduzido para 2022 e 2023 e um limite máximo regulamentar das taxas flexíveis de empréstimos à habitação até meados de 2023 são suscetíveis de reduzir significativamente os lucros dos bancos. Os títulos de dívida pública representam quase um quinto dos ativos bancários. O rácio dívida do setor privado/PIB é baixo, mas o endividamento das famílias e das empresas aumentou acentuadamente desde 2020 e os empréstimos em moeda estrangeira revestem-se de importância, nomeadamente para o setor imobiliário comercial.

Gráfico 3.17.1: **Gráficos selecionados: Hungria**



Fonte: Eurostat, Comext e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.17.1: **Indicadores económicos e financeiros selecionados, Hungria**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			01	-01	-02	-04	-06
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		00 (1)	-06 (2)	-01	-01	-04	-08	-06
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-52 (3)	-14 (4)	-50	-52	-53	-46	-45
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-2.6	-2.4	-1.5		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			12	14	12 p	21	28
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				03	07	02 p	11	13
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			00	-05	-04	-13	-14
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-01	-04	00	-10	-04
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			05	07	00	02	03
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				01	03	-04	03	01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			67	77	81 p	76	66
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			04	08	13 p	06	02
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		46 (6)	26 (7)	18.5	20.8	21.0	19,7	18,6
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		63 (6)	35 (7)				56,2	46,9
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			12	02	10 p	05	-15
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		17 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			65	79	77	76	75
Dívida pública (% do PIB)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	16,5 %			37	55	16	00	
Rendibilidade do capital próprio (%)				14,3	7,6	12,7		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				4.2e	3.6e	3.2p	3,4	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			04	04	04	04	04
Taxa de desemprego (nível do ano)		03 (10)		03	04	04	04	04
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			03	02	02	03	04
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	-01	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-02	02	04		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.18. MALTA

Em Malta, o défice da balança corrente continua a ser considerável e a dívida das empresas não financeiras elevada, embora os riscos associados se afigurem limitados. O elevado rácio da dívida das empresas não financeiras em relação ao PIB continua numa trajetória descendente. Estima-se que os preços nominais da habitação sejam moderadamente sobrevalorizados.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso de Malta. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada relativa a Malta.

O PIB real deverá crescer 5,7 % em 2022 e 2,8 % em 2023. A inflação é elevada, embora inferior à da maioria dos outros países da UE. Em termos homólogos, aumentou para 7,5 % em outubro, estimando-se a inflação subjacente em 6,7 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação relativa a Malta mostra que, em 2021, um indicador ultrapassou o seu limiar indicativo, a saber, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As perspetivas de **sustentabilidade externa** estão a deteriorar-se. O défice da balança corrente aumentou para 4,6 % em 2021, prevendo-se que continue a deteriorar-se em 2022 ([46]). As melhorias nas balanças de viagens foram compensadas pela deterioração da balança comercial de bens energéticos. O declínio global foi principalmente impulsionado pelo défice comercial de bens não energéticos. A posição líquida de investimento internacional permanece forte e positiva, refletindo a posição do país como centro financeiro internacional. Prevê-se que se mantenha a um nível semelhante, apesar dos elevados défices da balança corrente.

- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** afiguram-se limitadas. Os custos unitários nominais do trabalho diminuíram em 2021, após o forte aumento registado em 2020, mas prevê-se que voltem a aumentar ligeiramente em 2022. O crescimento dos custos unitários do trabalho permanece abaixo da média da área do euro. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC depreciou-se em 2021. Em termos homólogos, continuou a diminuir até agosto de 2022.

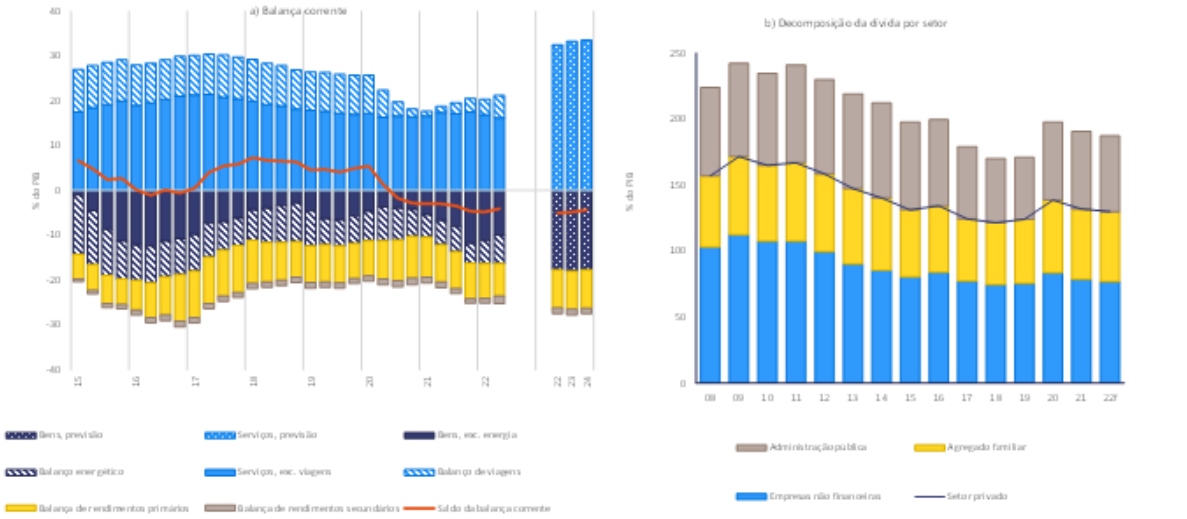
- Subsistem preocupações relacionadas com o rácio da **dívida das empresas não financeiras** em relação ao PIB, embora se encontre numa trajetória descendente, tendo diminuído moderadamente, para 78,4 %, em 2021. O rácio da dívida das empresas não financeiras continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, mas existem fatores de risco associados à conjuntura macroeconómica. Mantém-se acima dos valores de referência prudenciais e fundamentais e é 3 pontos percentuais mais elevado do que em 2019. Os fluxos de crédito a empresas não financeiras permanecem elevados em % do PIB.

- Subsistem preocupações associadas à evolução dos **preços da habitação**. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou para 5,1 % em 2021. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 7,7 % no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação em 2021 estivessem sobreavaliados em 9 %. O setor bancário continua globalmente sólido, com elevados níveis de capitalização, mas baixa rendibilidade. A exposição dos bancos ao setor imobiliário continua a ser muito elevada.

([46]) Existe uma grande discrepância entre os dados da balança de pagamentos (BdP) e das contas nacionais (CN) da balança corrente, apresentando estas últimas um excedente considerável em 2021, embora substancialmente inferior ao registado nos anos anteriores à pandemia. O painel de avaliação e as avaliações do RMA baseiam-se nos dados da BdP.

- O rácio da **dívida pública** aumentou para 56,3 % do PIB, prevendo-se que continue a aumentar, aproximando-se do limiar de 60 % do PIB. O défice orçamental diminuiu para 7,8 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a diminuir. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são moderados a médio prazo e elevados a longo prazo, devido ao envelhecimento da população e ao elevado défice orçamental inicial.

Gráfico 3.18.1: **Gráficos selecionados: Malta**



Fonte: Eurostat, Comext e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.18.1: **Indicadores económicos e financeiros selecionados, Malta**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			06	03	-01	-04	-05
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		-02 (1)	03 (2)	05	-03	-05	-05	-05
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35 %	-71 (3)	-16 (4)	54	51	53	50	53
NENDI – PL II excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				234.8	254.6	259.4		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			07	20	13	10	01
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				04	11	-02	01	02
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			02	02	-01	-05	-08
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-01	01	-01	-05	-02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			20	13	-01	-01	02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				04	04	-09	03	00
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			124	139	132	130	121
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			13	07	09	11	10
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		56 (6)	55 (7)	48.5	55.1	53.4	53.0	53.6
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		48 (6)	53 (7)				76.9	67.3
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			04	02	04 p	01	-02
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		09 (8)		6,1	3,4	5,1	7,0	7,0
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			41	53	56	57	60
Dívida pública (% do PIB)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	16,5 %			08	02	08	00	
Rendibilidade do capital próprio (%)				6,0	0,3	3,5		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		20,2	21,3	20,6		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				3.2e	3.6e	3.0p	2,8	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			04	04	04	04	03
Taxa de desemprego (nível do ano)		04 (10)		04	04	03	03	03
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			05	05	04	02	01
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-02	-01	-01		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-01	00	00		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.19. PAÍSES BAIXOS

Nos Países Baixos, o excedente da balança corrente, os rácios da dívida das famílias e das empresas não financeiras em relação ao PIB e a sobrevalorização dos preços da habitação continuam a ser consideráveis. O excedente da balança corrente e a recente evolução da competitividade dos custos justificam um controlo atento, nomeadamente na perspetiva do reequilíbrio da área do euro. O crescimento dos preços nominais da habitação foi um dos mais elevados da UE em 2021, num contexto de sobrevalorização estimada dos preços da habitação.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que os Países Baixos registam desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência dos desequilíbrios ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa aos Países Baixos.

O PIB real deverá crescer 4,6 % em 2022 e 0,6 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, diminuiu para 16,8 % em outubro, estimando-se a inflação subjacente em 6,8 %. A inflação deverá aumentar mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação relativa aos Países Baixos mostra que, em 2021, quatro indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, nomeadamente os saldos da balança corrente, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação e a dívida do setor privado. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- Os problemas do **setor externo** dizem respeito ao excedente da balança corrente elevado e de longa data, apesar de ter sido revisto em baixa. Aumentou em 2021 para 7,2 % do PIB, principalmente devido a saldos de rendimentos mais elevados. Prevê-se que diminua em 2022, devido à deterioração dos termos de troca e ao impacto da deslocalização da Shell para o Reino Unido, mas continua acima dos limiares indicativos. A posição líquida de investimento internacional em percentagem do PIB, de 93 % em 2021, continua a ser a maior da UE, apesar de uma forte descida impulsionada principalmente por efeitos de valorização negativos. Prevê-se que continue a diminuir em 2022.

- A evolução da **competitividade dos custos** poderá impedir o reequilíbrio da área do euro. Os custos unitários nominais do trabalho diminuíram ligeiramente em 2021, apesar da continuação da restritividade do mercado de trabalho, mas prevê-se que aumentem, embora abaixo da média da área do euro. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC manteve-se praticamente inalterada em 2021 e, em termos homólogos, até agosto de 2022.

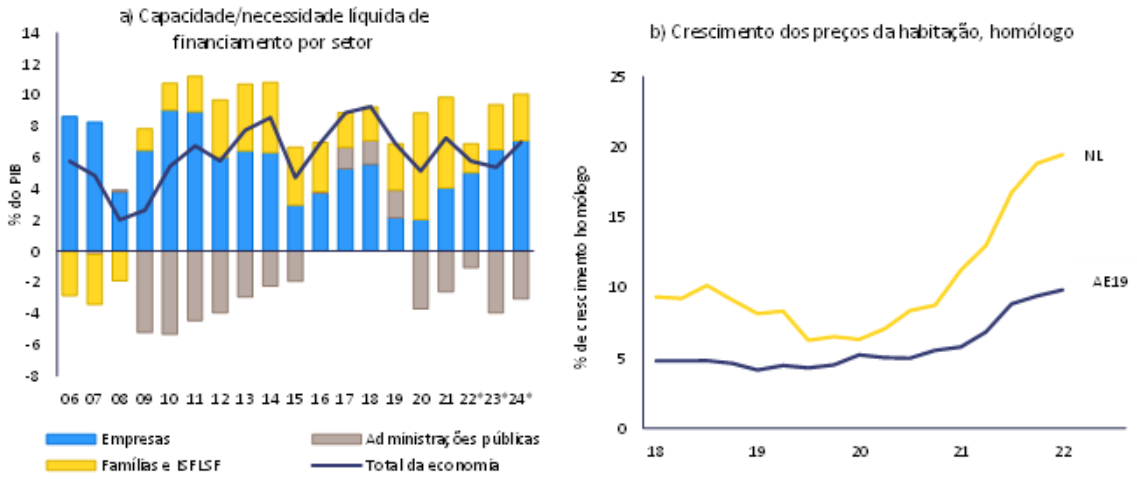
- O rácio **dívida das empresas não financeiras**/PIB continua a ser um dos mais elevados da UE, embora se encontre numa trajetória descendente. Diminuiu moderadamente em 2021, para 129 %. O rácio da dívida das empresas não financeiras continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, mas existem fatores de risco associados à conjuntura macroeconómica, continuando acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais. A elevada percentagem de empréstimos intragrupo transnacionais e as elevadas reservas de liquidez das empresas atenuam os riscos. Em 2021, os fluxos de crédito a empresas não financeiras aumentaram em percentagem do PIB.

- O rácio **dívida das famílias**/PIB continua a ser o mais elevado da UE, situando-se em 100 % do PIB em 2021, acima dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores económicos fundamentais. No entanto, o rácio diminuiu em 2021, apesar de um contributo positivo dos fluxos de crédito, e continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022. A dívida não produtiva das famílias continua a ser baixa.

- O elevado **crescimento dos preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 7,6 % em 2020 para 15 % em

2021, representando um dos ritmos de crescimento mais elevados da UE. Atingiu 18,2 % em termos homólogos no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação em 2021 registaram uma sobrevalorização de 21 %. Os riscos associados às correções de preços justificam um acompanhamento, apesar da estabilidade e boa capitalização do setor bancário e de a sua rendibilidade ter aumentado em 2021. O rácio de empréstimos não produtivos é baixo. O crescimento do crédito à habitação permanece igualmente baixo.

Gráfico 3.19.1: **Gráficos selecionados: Países Baixos**



Fonte: Eurostat, Ameco e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.19.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Países Baixos**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			08	07	06	06	06
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		02 (1)	06 (2)	07	05	07	06	05
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-89 (3)	35 (4)	90	113	93	83	85
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-0.3	12.9	26.0		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			06	14 p	11 p	10	05
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				03	09 p	-01 p	02	04
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			02	04	02	-02	-06
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				00	02	00	-04	-02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			00	07	01	01	-02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-01	05	-05	01	-01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			230	233 p	229 p	219	214
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			00	-01 p	12 p	07	13
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		64 (6)	73 (7)	99.7	103.8p	100.4p	95,9	92,7
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		94 (6)	114 (7)				122,8	121,1
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			05	06	11 p	08	-01
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		21 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			49	55	52	50	52
Dívida pública (% do PIB)				1,8	-3,7	-2,6	-1,1	-4,0
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um a	16,5 %			08	01 p	00 p	03	
Rendibilidade do capital próprio (%)				7,7	3,1	8,3		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.8e	1.9e	1.4p	1,3	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			05	05	05	04	04
Taxa de desemprego (nível do ano)		05 (10)		04	05	04	04	04
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			01	01	01	02	03
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	-01	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-04	00	00		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.20. ÁUSTRIA

Na Áustria, o crescimento dos preços da habitação acelerou e os rácios da dívida das empresas não financeiras e das administrações públicas em relação ao PIB permanecem elevados, embora os riscos associados se afigurem limitados. O crescimento dos preços nominais da habitação tem vindo a aumentar a um ritmo acentuado há anos, num contexto de considerável sobrevalorização estimada dos preços da habitação. O rácio dívida das empresas/PIB aumentou e continua acima dos valores de referência prudenciais e fundamentais. A dívida pública está a diminuir, embora continue a ser mais elevada do que em 2019.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Áustria. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada relativa à Áustria.

Prevê-se que o PIB real cresça 4,6 % em 2022 e 0,3 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, aumentou para 11,5 % em outubro, estimando-se a inflação subjacente em 5,7 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação da Áustria mostra que, em 2021, três indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, nomeadamente o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação e a dívida pública. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações relativas à **dívida das empresas não financeiras** aumentaram. O rácio dívida das empresas/PIB aumentou para 78 % em 2021 e continua acima dos valores de referência prudenciais e fundamentais. Continua a ser 6 pontos percentuais mais elevado do que em 2019. Ao mesmo tempo, o rácio da dívida das empresas não financeiras diminuiu no primeiro semestre de 2022, apesar de um aumento dos fluxos de crédito em percentagem do PIB. As preocupações em matéria de competitividade dos custos são limitadas. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho abrandou substancialmente em 2021, mas prevê-se que volte a aumentar em anos futuros ligeiramente mais depressa do que noutros países da área do euro.

- O rácio **dívida das famílias**/PIB situa-se no valor de referência prudencial e abaixo do valor de referência baseado nos indicadores económicos fundamentais. Diminuiu em 2021 e manteve-se praticamente inalterado no primeiro semestre de 2022. A dívida não produtiva das famílias continua a ser baixa.

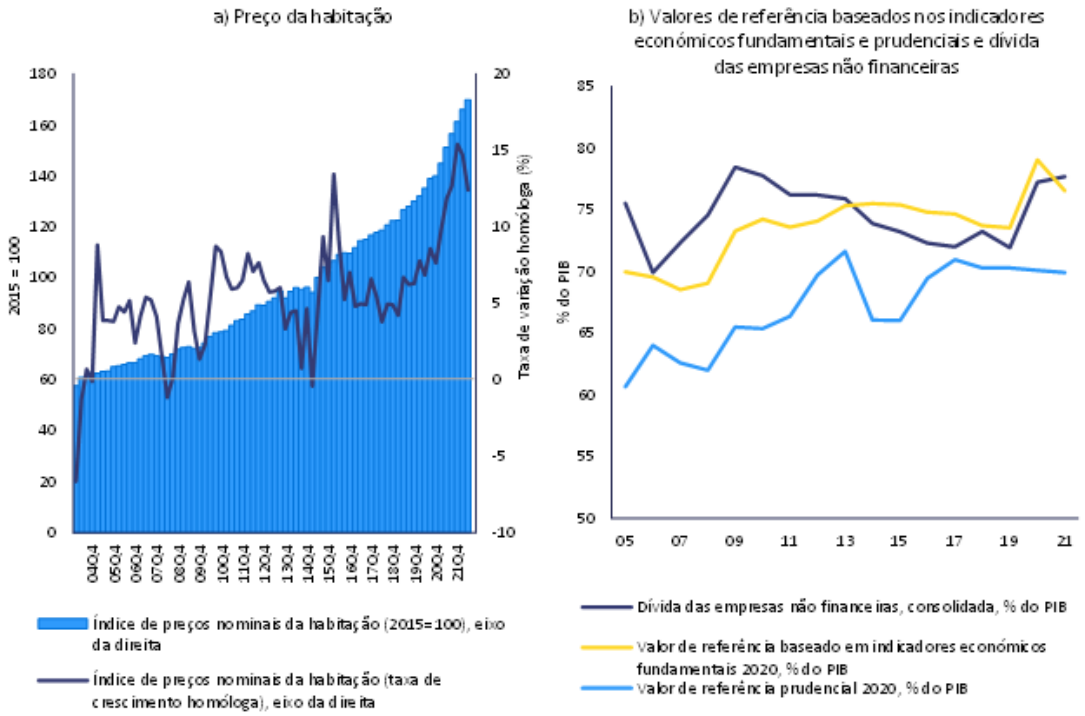
- O **crescimento** muito elevado dos **preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 7,7 % em 2020 para 12,4 % em 2021, representando um dos ritmos de crescimento mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, diminuiu ligeiramente, embora tenha permanecido muito elevado, em 12,4 %, no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação tenham registado uma sobrevalorização de 27 %. No entanto, a baixa exposição à taxa de juro variável, um baixo rácio dívida das famílias/PIB, a baixa taxa de propriedade em relação ao arrendamento, um setor financeiro saudável e um baixo nível de empréstimos não produtivos limitam os riscos macroeconómicos.

- As preocupações associadas à **dívida pública** são reduzidas. A dívida pública diminuiu ligeiramente em 2021, para 82,3 % do PIB, prevendo-se que continue a diminuir, embora permaneça mais elevada do que em 2019. O défice orçamental continua a ser elevado, embora tenha diminuído para 5,9 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a diminuir. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são moderados, tanto a médio como a longo prazo.

- O **setor bancário** é globalmente sólido. Embora o rácio de fundos próprios de nível 1 tenha sido inferior à média da UE, a rendibilidade foi superior. O rácio de empréstimos não produtivos

também foi muito baixo, mas a percentagem de empréstimos improdutivos (de fase 2) é muito elevada. A exposição do Raiffeisen Bank International (RBI) à Rússia representa uma fonte de risco moderada.

Gráfico 3.20.1: **Gráficos selecionados: Áustria**



Fonte: Eurostat, BCE e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.20.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Áustria**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			02	02	02	01	00
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		02 (1)	01 (2)	02	03	00	00	00
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-82 (3)	12 (4)	14	12	15	17	16
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-0.6	-4.6	-4.2		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			06	12	10	10	10
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				02	07	00	02	07
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) ±11 % (não AE)			02	03	01	-03	-07
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-01	02	00	-05	-02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			01	05	-03	05	02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				00	01	-04	06	-01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			122	130	130	125	116
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			05	04	07	08	05
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		51 (6)	77 (7)	49.6	53.2	52.1	49,5	48,7
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		70 (6)	77 (7)				75,6	66,9
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			04	06	10	02	01
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		27 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			71	83	82	79	77
Dívida pública (% do PIB)				0,6	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	16,5 %			04	11	08	04	
Rendibilidade do capital próprio (%)				7,8	4,1	6,4		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				2.2e	2.0e	1.8p	1,8	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			05	05	06	06	06
Taxa de desemprego (nível do ano)		05 (10)		05	06	06	05	05
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			01	00	00	02	03
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	-01	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-03	01	01		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.21. POLÓNIA

Na Polónia, os custos unitários do trabalho e os preços da habitação estão a aumentar, embora os riscos associados se afigurem limitados. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho deverá aumentar, em virtude dos níveis muito elevados da inflação subjacente e da escassez de mão de obra. O crescimento dos preços nominais da habitação é um dos mais elevados da UE, no contexto de uma sobrevalorização reduzida estimada dos preços da habitação. A depreciação da taxa de câmbio exerce alguma pressão sobre a inflação e a balança corrente passou a registar um défice devido a fatores pontuais.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Polónia. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada relativa à Polónia.

Prevê-se que o PIB real cresça 4 % em 2022 e 0,7 % em 2023. A inflação é atualmente muito elevada, incluindo em comparação com os parceiros comerciais da área do euro da Polónia, mas prevê-se que abrande. Em termos homólogos, aumentou para 15,7 % em setembro, estimando-se a inflação subjacente em 11,5 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação da Polónia mostra que, em 2021, um indicador ultrapassou o seu limiar indicativo, nomeadamente a posição líquida de investimento internacional. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

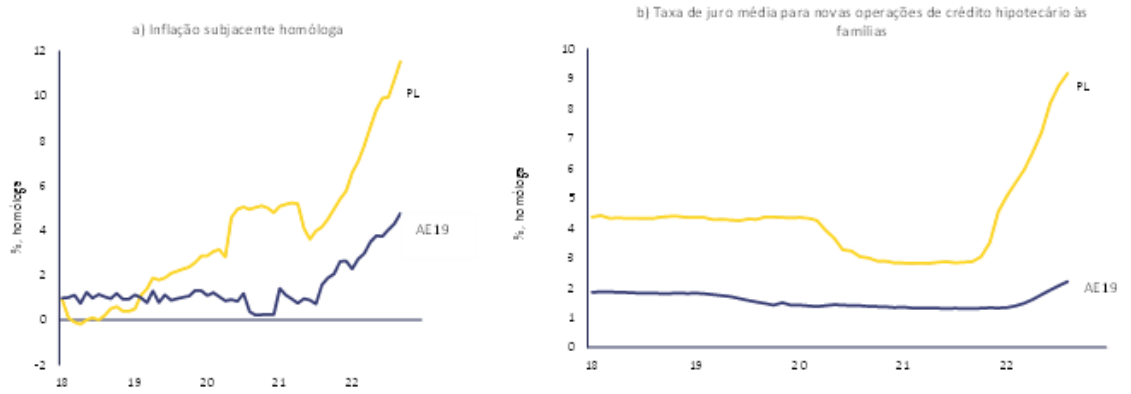
- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** ainda não são muito acentuadas. Tendo em conta a forte procura e os termos de troca desfavoráveis, a balança corrente passou a registar um défice de 1,4 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a deteriorar-se em 2022. Não obstante, prevê-se que a posição líquida de investimento internacional (PLII) continue a melhorar e permaneça dentro do limiar indicativo do PDM de –35 % a partir de 2022. A maior parte da PLII caracteriza-se por investimentos diretos, o que limita as preocupações imediatas relacionadas com a posição externa.

- Uma inflação elevada e um forte crescimento dos salários nominais poderão, caso persistam, suscitar preocupações em matéria de **competitividade dos custos**. Os custos unitários nominais do trabalho diminuíram em 2021, mas prevê-se que aumentem acentuadamente no futuro. A taxa de câmbio efetiva real face aos parceiros comerciais da Polónia depreciou-se.

- Os **preços da habitação** nominais tinham vindo a aumentar rapidamente nos últimos anos, mas mantiveram-se globalmente consentâneos com os indicadores económicos fundamentais num contexto de forte crescimento do rendimento. A restritividade monetária de 2021/22 tinha desencadeado o aumento mais acentuado da taxa de crédito à habitação na UE, bem como uma forte redução dos fluxos de crédito às famílias. É provável que a prevalência de empréstimos à habitação de juro variável transmita esses custos com juros diretamente aos titulares de créditos à habitação novos e existentes. No entanto, o **setor bancário** da Polónia continua a ser bem capitalizado num contexto de baixo endividamento das famílias e de rácios empréstimo/valor relativamente baixos. O nível de empréstimos não produtivos permanece baixo e continua a diminuir.

- A **escassez de mão de obra** exacerba as pressões inflacionistas. O crescimento dos salários nominais atingiu 12,4 % em termos homólogos em agosto de 2022. A taxa de desemprego continua a ser uma das mais baixas da UE, situando-se em 3,4 % em 2021, e prevê-se que diminua em 2022, antes de aumentar ligeiramente em 2023. A taxa de atividade continuou a aumentar. Prevê-se que o aumento da oferta de mão de obra proporcionado pelo afluxo de pessoas deslocadas da Ucrânia atenue a escassez de mão de obra, como já é visível em alguns setores como os serviços.

Gráfico 3.21.1: **Gráficos selecionados: Polónia**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.21.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Polónia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		0,0 (1)	-0,4 (2)	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-0,4
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-53 (3)	-0,4 (4)	-49	-44	-40	-29	-27
NENDI – PL II excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-10,7	-4,5	0,8		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			0,8	1,4	10 b	1,4	1,7
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				0,4	0,8	-0,2 b	0,8	1,0
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) ±11 % (não AE)			0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			2,2	3,4	2,5	1,9	1,5
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				0,4	1,1	-0,1	0,0	0,0
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			74	76	72	64	58
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			0,4	0,2	0,4	0,2	0,3
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		54 (6)	22 (7)	34,4	34,6	32,3	26,8	24,3
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		82 (6)	35 (7)				36,7	33,5
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			0,6	0,7	0,4	-0,3	-0,6
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-0,2 (8)		8,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			46	57	54	51	53
Dívida pública (% do PIB)				-0,7	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	16,5 %			0,4	1,2	1,4	0,0	
Rendibilidade do capital próprio (%)				6,9	3,1	4,8		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10,6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				6,1e	6,0e	5,0p	4,7	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Taxa de desemprego (nível do ano)		0,3 (10)		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			0,2	0,1	0,3	0,2	0,1
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-0,2	-0,1	0,0		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-0,8	-0,4	0,0		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.22. PORTUGAL

Em Portugal, subsistem preocupações relacionadas com os rácios da dívida das famílias e das empresas não financeiras, da dívida das administrações públicas e da dívida externa em relação ao PIB, embora os rácios da dívida tenham retomado a sua trajetória descendente após a crise da COVID-19. O crescimento dos preços nominais da habitação está a acelerar e surgiram sinais de sobrevalorização dos preços da habitação. Subsistem os riscos associados à interdependência entre o setor financeiro e o setor público.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que Portugal regista desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência dos desequilíbrios ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa a Portugal.

Prevê-se que o PIB real cresça 6,6 % em 2022 e 0,7 % em 2023. A inflação é elevada e projeta-se que evolua globalmente em linha com a média da área do euro. Em termos homólogos, aumentou para 10,6 % em outubro, estimando-se a inflação subjacente em 6,5 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação de Portugal mostra que, em 2021, seis indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, a posição líquida de investimento internacional, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação, a dívida do setor privado, a dívida pública e a variação da taxa de desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- A **sustentabilidade externa** continua a constituir um problema. Embora a posição líquida de investimento internacional tenha melhorado acentuadamente e atingido os níveis mais elevados em 15 anos, continua a ser elevada e negativa, prevendo-se que continue a melhorar até 2024. O défice da balança corrente aumentou para 1,2 % do PIB em 2021, uma vez que as melhorias da balança de viagens e das exportações de bens foram mais do que neutralizadas pela deterioração da balança comercial de bens energéticos. Prevê-se que o défice aumente ligeiramente em 2022 devido ao impacto dos preços. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho foi moderado em 2021 e deverá passar a ser negativo em 2022. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC depreciou-se em 2021. Em termos homólogos, também se depreciou até agosto de 2022.

- Subsistem vulnerabilidades relacionadas com o rácio **dívida das empresas não financeiras**/PIB, embora se encontre numa trajetória descendente, tendo diminuído para 90,5 % em 2021, mas continua a ser mais de 4 pontos percentuais superior ao de 2019. O rácio da dívida das empresas não financeiras continuou a diminuir no primeiro semestre de 2022, mas existem fatores de risco associados à conjuntura macroeconómica, continuando acima dos indicadores de referência prudenciais e fundamentais. Os empréstimos não produtivos das empresas em percentagem dos empréstimos dos bancos às empresas continuaram a diminuir. O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB continua acima dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores de referência fundamentais, embora tenha diminuído em 2021 e continuado a diminuir no primeiro semestre de 2022.

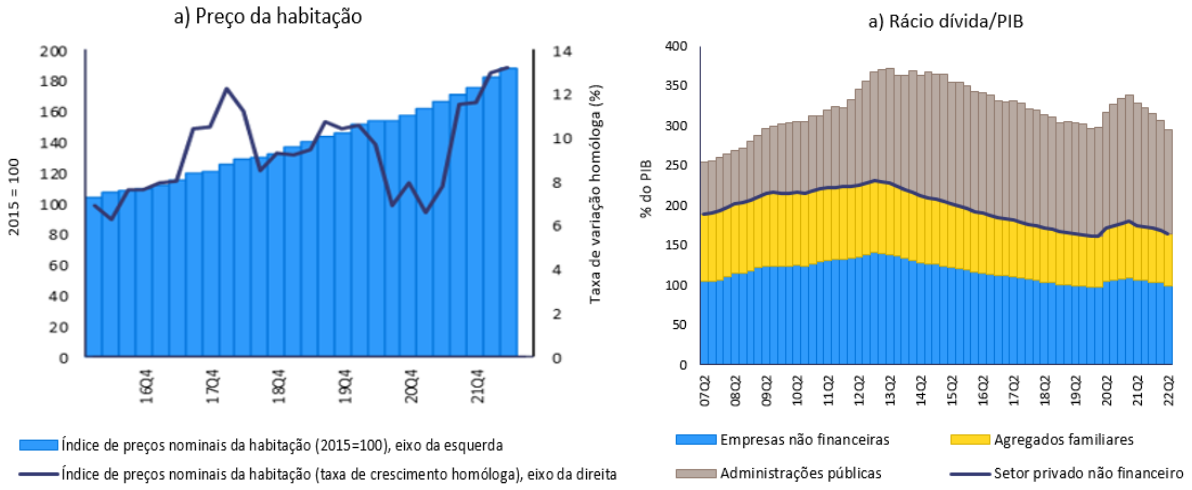
- As preocupações associadas à evolução dos **preços da habitação** estão a aumentar. Em 2021, o crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 8,8 % para 9,4 %. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 13,2 % no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação em 2021 estivessem sobrevalorizados em 23 %. Mais de dois terços dos empréstimos à habitação têm taxas de juro fixadas até apenas um ano.

- As preocupações relacionadas com a **dívida pública** continuam a ser significativas. Em 2021, diminuiu 9 pontos percentuais, para 125,5 % do PIB, prevendo-se que continue a diminuir,

atingindo níveis inferiores aos níveis anteriores à pandemia em 2022. O défice orçamental diminuiu para 2,9 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a diminuir ao longo do período abrangido pelas previsões. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são elevados no médio prazo e médios no longo prazo.

- As preocupações relacionadas com o setor **bancário** diminuíram, mas subsistem algumas fragilidades. A rendibilidade recuperou e os rácios de solvabilidade mantiveram-se resilientes. No entanto, o rácio de fundos próprios de nível 1 é superior aos requisitos regulamentares, mas baixo em comparação com os países comparáveis europeus, enquanto a rendibilidade continua a ser relativamente baixa. O rácio de empréstimos não produtivos prosseguiu a sua trajetória descendente, mas continua acima da média da UE, e os empréstimos improdutivos (de fase 2) também são elevados. Além disso, subsistem os riscos associados à interdependência entre o setor financeiro e o setor público.

Gráfico 3.22.1: **Gráficos selecionados: Portugal**



Fonte: Eurostat e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.22.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Portugal**

	Limiares	*Valor de referência I*	*Valor de referência II*	*2019*	*2020*	*2021*	previsão *2022*	previsão *2023*
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	**– 4 %/6 %**			**0.8**	**0.0**	**-0.6**	**-1.2**	**-1.1**
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		0.0 (1)	-2.4 (2)	0.4	-1.0	-1.2	-1.4	-0.8
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	**-35%**	**-52.3 (3)**	**-15.7 (4)**	**-100.0**	**-104.6**	**-94.7**	**-85.2**	**-79.3**
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-46.7	-46.7	-36.1		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	**9 % (AE) 12 % (não AE)**			**8.5**	**15.6**	**12.5 p**	**8.4**	**3.4**
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				2.8	8.7	0.6 p	-0.9	3.8
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	**±5 % (AE) +11 % (não AE)**			**-0.3**	**0.0**	**-2.8**	**-5.3**	**-7.3**
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-1.9	0.8	-1.8	-4.4	-1.4
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	**– 6 %**			**8.3**	**-1.5**	**-5.3**	**3.3**	**1.3**
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				0.8	-10.2	0.1	12.2	-0.3
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	**133 %**			**149.5**	**163.7**	**156.9 p**	**147.8**	**137.6**
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	**14 %**			**2.6**	**4.4**	**4.0 p**	**5.7**	**3.5**
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		40.4 (6)	31.5 (7)	63.5	69.1	66.4	63,0	61,4
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		64.4 (6)	62.0 (7)	86,0	94,6	90,5	84,8	76,2
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	**6 %**			**9.0**	**8.1**	**7.9**	**5.7**	**2.0**
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		22.5 (8)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	**60 %**			**116.6**	**134.9**	**125.5**	**115.9**	**109.1**
Saldo das admiinistrações públicas (% do PIB)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	**16,5 %**			**-0.2**	**6.6**	**7.1**	**1.8**	
Rendibilidade do capital próprio (%)				4,3	0,0	4,9		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		14,1	15,4	15,5		
Empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				6.1e	4.9e	3.6p	3,4	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	**10 %**			**7.7**	**7.0**	**6.8**	**6.5**	**6.1**
Taxa de desemprego (nível do ano)		6.2 (10)		6.7	7.0	6.6	5.9	5.9
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**–0,2 pontos percentuais**			**2.2**	**0.0**	**0.7**	**0.3**	**1.4**
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**0,5 pontos percentuais**			**-3.6**	**-2.3**	**-0.3**		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação em pontos percentuais de um período de três anos)	**2 pontos percentuais**			**-9.7**	**-1.4**	**3.1**		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.23. ROMÉNIA

Na Roménia, as preocupações relacionadas com a sustentabilidade externa e o défice orçamental continuam a avolumar-se. O défice da balança corrente aumentou em 2021 e continua a aumentar. O défice orçamental melhorou e prevê-se que continue a diminuir, embora permaneça elevado. Prevê-se que os custos unitários nominais do trabalho aumentem, num contexto de elevada inflação, escassez de mão de obra e fortes aumentos salariais nominais, o que dá origem a algumas preocupações em termos de competitividade.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Roménia regista desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência dos desequilíbrios ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Roménia.

Prevê-se que o PIB real cresça 5,8 % em 2022 e 1,8 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, aumentou para 13,4 % em setembro, estimando-se a inflação subjacente em 6,5 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação da Roménia mostra que, em 2021, três indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o saldo da balança corrente, a posição líquida de investimento internacional e o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** agravaram-se ainda mais. O défice da balança corrente aumentou para 7,3 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a deteriorar-se em 2022. A posição líquida de investimento internacional (PLII) melhorou ligeiramente para –47,2 % do PIB em 2021, devido ao forte crescimento do PIB nominal e a alguns efeitos de valorização positivos, prevendo-se que continue a melhorar em 2022, mas volte a diminuir em 2023. A PLII líquida de instrumentos não passíveis de incumprimento manteve-se negativa, mas próxima do equilíbrio**.**

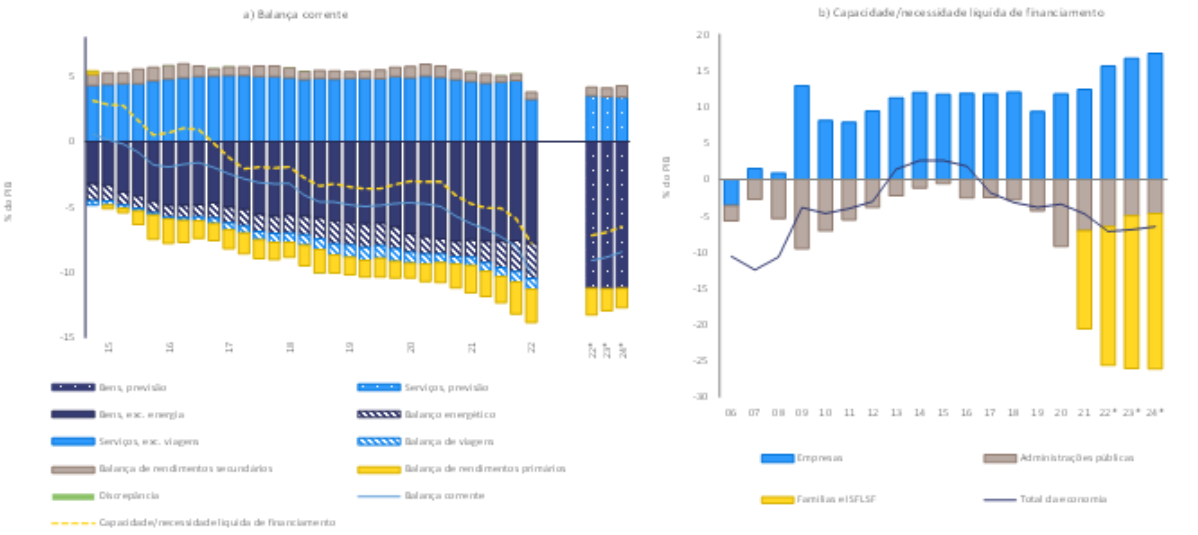
- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos**, que já existiam antes da pandemia de COVID-19, continuam a aumentar. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram ligeiramente em 2021 e prevê-se que aumentem mais acentuadamente em 2022 e nos anos seguintes, num contexto de elevada inflação, escassez de mão de obra e fortes aumentos dos salários nominais. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC manteve-se praticamente inalterada em 2021 e, em termos homólogos, continuou a manter-se globalmente estável até agosto de 2022.

- As preocupações associadas à evolução dos **preços da habitação** continuam a ser limitadas. Em 2021, o crescimento dos preços nominais da habitação abrandou de 4,7 % para 4,4 %. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 8,5 % no segundo trimestre de 2022. Os parâmetros do diferencial de avaliação não revelam sinais de potencial sobrevalorização dos preços da habitação.

- Os riscos relacionados com a **dívida pública** estão a aumentar. O défice orçamental melhorou, mas continua a ser elevado, situando-se em 7,1 % do PIB em 2021. Prevê-se que continue a diminuir. A dívida pública aumentou para 48,9 % do PIB em 2021, prevendo-se que diminua ligeiramente no ano corrente e no próximo. Continua a exceder em grande medida os níveis anteriores à pandemia de COVID-19. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas contam-se entre as mais elevadas da UE. Os riscos cambiais são elevados, sendo cerca de metade da dívida da administração central denominada em moeda estrangeira e cerca de metade da dívida das administrações públicas detida por não residentes no final de 2021. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são elevados no médio prazo e médios no longo prazo.

- O **setor bancário** é estável. O rácio de empréstimos não produtivos diminuiu para 3,4 % do total dos empréstimos em 2021. Embora o rácio de nível 1 esteja próximo da média da UE, a rendibilidade é muito elevada. Na sequência da restritividade monetária, as taxas de juro aumentaram significativamente em 2021 e 2022.

Gráfico 3.23.1: **Gráficos selecionados: Roménia**



Fonte: Eurostat, Comext e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.23.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Roménia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			-04	-05	-06	-07	-09
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		00 (1)	-05 (2)	-05	-05	-07	-10	-09
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-47 (3)	-08 (4)	-43	-48	-47	-40	-42
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-4,0	-7,0	-6,5		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			24	21	14 p	10	09
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				07	06	01 p	03	05
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			00	03	01	03	01
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				00	01	00	02	-01
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			17	20	11	12	09
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				02	02	01	04	01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			47	48	48 p	46	40
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			02	01	04 p	05	03
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		60 (6)	20 (7)	15,4	16,1	15,8	14,8	14,2
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		98 (6)	40 (7)				31,0	25,3
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			-02	02	-01	-05	-06
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-20 (8)		3,4	4,7	4,4	8,9	1,4
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			35	47	49	48	47
Dívida pública (% do PIB)				-4,3	-9,2	-7,1	-6,5	-5,0
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	16,5 %			10	13	14	01	
Rendibilidade do capital próprio (%)				12,3	9,0	13,1		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10,6 (9)		19,0	21,8	19,9		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				4,3e	3,9e	3,4p	3,1	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			05	05	06	06	06
Taxa de desemprego (nível do ano)		06 (10)		05	06	06	05	06
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			03	02	03	02	02
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	-01	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-05	-01	01		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.24. ESLOVÉNIA

Na Eslovénia, subsistem algumas preocupações relacionadas com a evolução dos preços da habitação e o défice orçamental, embora os riscos associados se afigurem limitados. O crescimento dos preços nominais da habitação é um dos mais elevados da UE, embora os preços da habitação não mostrem sinais de potencial sobrevalorização. As restrições do lado da oferta e a elevada inflação podem afetar a competitividade e o crescimento a médio prazo. O défice orçamental continua a ser elevado.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Eslovénia. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada relativa à Eslovénia.

Prevê-se que o PIB real cresça 6,2 % em 2022 e 0,8 % em 2023. A inflação é elevada. Em termos homólogos, diminuiu para 10,3 % em outubro, estimando-se a inflação subjacente em 6,6 % em setembro. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação relativa à Eslovénia mostra que, em 2021, quatro indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, nomeadamente o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, o crescimento dos preços reais da habitação, a dívida pública e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **sustentabilidade externa** não são muito acentuadas. Após vários anos em que foram registados excedentes muito elevados, o saldo da balança corrente diminuiu para 3,8 % do PIB em 2021. A principal determinante foi a diminuição da balança comercial de bens, incluindo, em menor grau, bens energéticos. Prevê-se que o saldo da balança corrente continue a diminuir e se torne negativo em 2022. A posição líquida de investimento internacional (PLII) continuou a aumentar de forma constante, atingindo –6,8 % do PIB em 2021, e prevê-se que evolua no sentido do equilíbrio até 2024. A PLII líquida de instrumentos não passíveis de incumprimento é ligeiramente positiva.

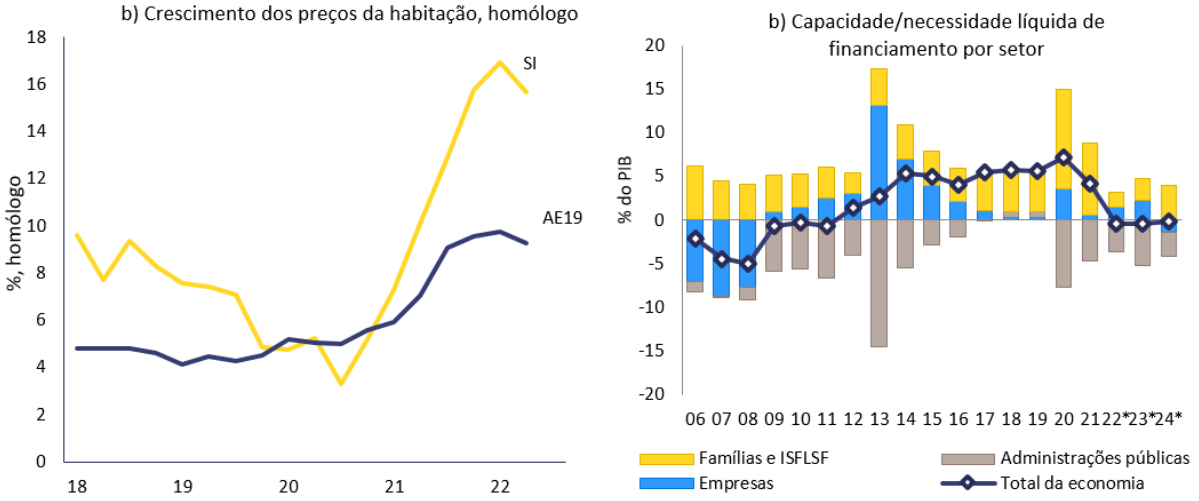
- A **competitividade dos custos** ainda não suscita preocupações de maior. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho registou uma moderação substancial em 2021, prevendo-se que se torne negativo em 2022. Prevê-se que os custos unitários do trabalho aumentem em 2023. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC diminuiu ligeiramente em 2021. Em termos homólogos, depreciou-se até agosto de 2022.

- O crescimento muito elevado dos **preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 4,6 %, em 2020, para 11,5 %, em 2021, representando um dos ritmos de crescimento mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 15,6 % no segundo trimestre de 2022. Os parâmetros do diferencial de avaliação não revelam sinais de potencial sobrevalorização dos preços da habitação. Os dados recentes sobre operações apontam para um possível abrandamento do mercado.

- Apesar de algumas melhorias, a dinâmica da **dívida pública** continua a ser preocupante. A dívida pública diminuiu para 74,5 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a diminuir gradualmente. O défice orçamental permanece elevado, embora tenha diminuído para 4,7 % do PIB em 2021. Prevê-se que continue a diminuir em 2022, mas que aumente em 2023. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são elevados, tanto a médio como a longo prazo, devido à situação orçamental inicial desfavorável, bem como ao envelhecimento da população.

- O **setor bancário** permanece estável. Embora a capitalização seja inferior à média da UE, a rendibilidade aumentou em 2021 e é muito superior a essa média. O rácio de empréstimos não produtivos diminuiu significativamente nos últimos anos e continua a ser baixo.

Gráfico 3.24.1: **Gráficos selecionados: Eslovénia**



Fonte: Eurostat, Ameco e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.24.1: **Indicadores económicos e financeiros selecionados, Eslovénia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			06	07	06	04	01
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		01 (1)	-01 (2)	06	08	04	-01	-01
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-63 (3)	05 (4)	-16	-16	-07	-02	00
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				0,8	1,6	9,7		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			08	15	13	07	06
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				04	07	01	-01	06
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) ±11 % (não AE)			01	02	00	-05	-07
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-01	01	-01	-05	-02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			16	20	12	09	06
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				01	02	-01	03	01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			69	70	66	64	59
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			01	-01	04	06	04
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		44 (6)	37 (7)	26,8	27,8	26,4	25,5	25,4
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		66 (6)	57 (7)				38,9	33,6
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			05	05	08	03	02
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		00 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			65	80	75	70	70
Dívida pública (% do PIB)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um a	16,5 %			10	14	14	02	
Rendibilidade do capital próprio (%)				10,3	11,3	9,5		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10,6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				3.4e	3.0e	2.1p	1,9	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			05	05	05	05	04
Taxa de desemprego (nível do ano)		06 (10)		04	05	05	04	04
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0,2 pontos percentuais			04	00	01	02	03
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-02	-01	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-07	03	04		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.25. ESLOVÁQUIA

Na Eslováquia, as preocupações relacionadas com a competitividade dos custos e a evolução dos preços da habitação já existiam antes da pandemia de COVID-19 e estão a aumentar. O crescimento dos custos unitários nominais do trabalho deverá acelerar e a inflação subjacente é muito elevada em comparação com os países homólogos da Eslováquia na área do euro. O forte crescimento dos preços da habitação persiste, sendo acompanhado por aumentos contínuos do endividamento das famílias nos últimos anos. O défice da balança corrente está a aumentar substancialmente. O elevado défice orçamental justifica um acompanhamento atento.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Eslováquia. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar as novas vulnerabilidades emergentes e as suas implicações no âmbito de uma análise aprofundada relativa à Eslováquia.

Prevê-se que o PIB real cresça 1,9 % em 2022 e 0,5 % em 2023. A inflação é muito elevada, incluindo em comparação com muitos parceiros comerciais da área do euro. Em termos homólogos, aumentou para 14,5 % em setembro, estimando-se a inflação subjacente em 9,3 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação relativa à Eslováquia mostra que, em 2021, cinco indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, a posição líquida de investimento internacional, o crescimento dos custos unitários nominais do trabalho, a dívida pública, o crescimento dos passivos do setor financeiro e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As perspetivas de **sustentabilidade externa** têm vindo a deteriorar-se. O saldo da balança corrente passou a um défice de –2,5 % do PIB em 2021. Prevê-se que se deteriore acentuadamente no ano corrente e se mantenha fortemente negativo, devido tanto ao balanço energético como à pronunciada redução da balança de bens não energéticos. A ligeira melhoria da posição líquida de investimento internacional (PLII), que se situou em –61 % do PIB em 2021, foi impulsionada pelo crescimento do PIB e por alguns efeitos de valorização positivos. Prevê-se uma ligeira deterioração em 2022, antes de melhorar novamente. A maior parte da PLII consiste em investimento direto, limitando as preocupações relacionadas com a posição externa.

- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos**, que já existiam antes da pandemia de COVID-19, continuam a aumentar. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram em 2021, embora menos do que em anos anteriores, mas prevê-se que continuem a aumentar substancialmente em 2022 e 2023, no contexto da elevada inflação subjacente e dos fortes aumentos dos salários nominais da Eslováquia. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC manteve-se praticamente inalterada em 2021 e, em termos homólogos, também se manteve globalmente estável até agosto de 2022.

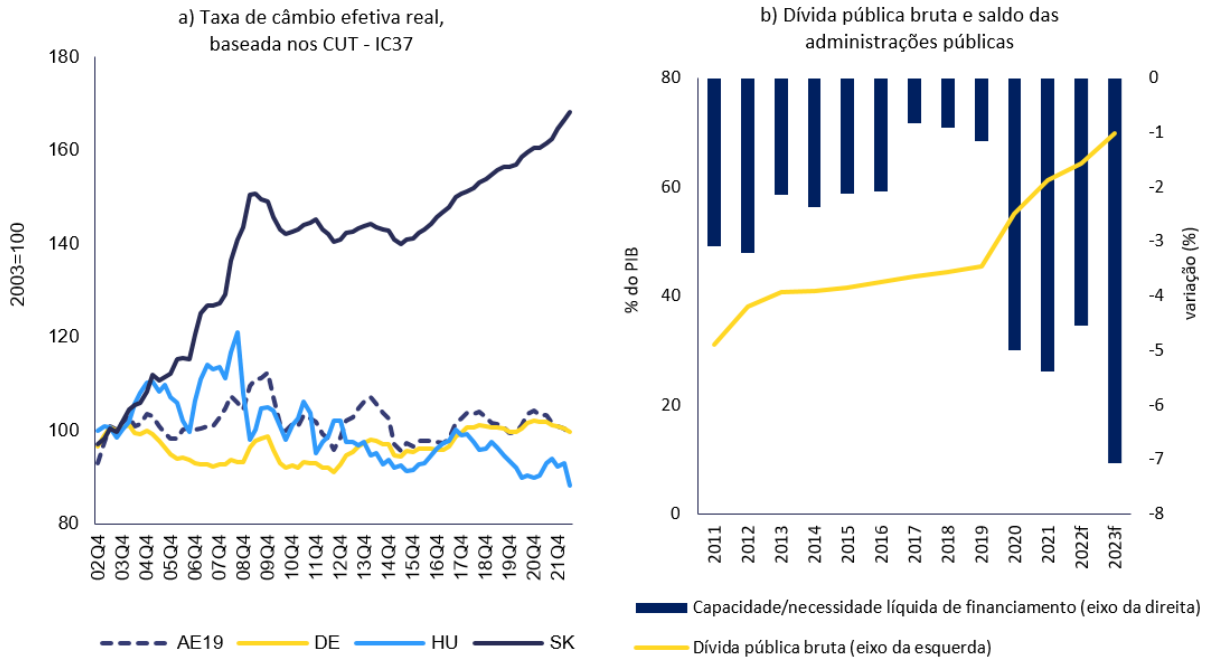
- O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB situa-se acima do seu valor de referência baseado nos indicadores económicos fundamentais e está próximo do valor de referência prudencial. A dívida das famílias é consideravelmente mais elevada do que entre os países homólogos da Eslováquia, situando-se em quase 50 % do PIB. Os fluxos líquidos de crédito às famílias revelaram-se relativamente dinâmicos em 2021, em cerca de 4 % do PIB, prevendo-se que aumentem em 2022. O rácio da dívida das famílias em relação ao PIB manteve-se praticamente inalterado no primeiro semestre de 2022. Os empréstimos não produtivos às famílias são baixos e continuaram a diminuir em 2021.

- A evolução dos **preços da habitação** continua a suscitar preocupações. O crescimento dos preços nominais da habitação abrandou de 9,6 % em 2020 para 6,4 % em 2021. O crescimento dos preços nominais da habitação numa base anual aumentou para 16,6 % no segundo

trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação em 2021 estivessem sobrevalorizados em 14 %. O crédito à habitação tem sido muito dinâmico e representa uma fonte de risco. O aumento dos preços dos bens imobiliários foi acentuado, especialmente desde o segundo semestre de 2021.

- Os riscos relacionados com a **dívida pública** estão contidos a curto prazo. A dívida pública aumentou para 62,2 % do PIB em 2021, excedendo pela primeira vez o limiar do painel de avaliação. Prevê-se que continue a diminuir ligeiramente, regressando a um nível inferior a 60 % do PIB em 2022, sendo, ainda assim, 12 pontos percentuais mais elevada do que em 2019. O défice orçamental tem vindo a deteriorar-se desde a pandemia, tendo atingido 5,5 % em 2021. Prevê-se que diminua em 2022, mas que volte a aumentar em 2023. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são elevados, tanto a médio como a longo prazo, devido à evolução da dívida a longo prazo e aos custos crescentes relacionados com o envelhecimento demográfico.

Gráfico 3.25.1: **Gráficos selecionados: Eslováquia**



Fonte: Eurostat, Ameco e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.25.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Eslováquia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			-03	-02	-02	-03	-05
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		0 0 (1)	-0 3 (2)	-03	01	-03	-06	-05
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-48 (3)	-02 (4)	-66	-65	-61	-63	-57
NENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-14.1	-14.8	-14.7		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			14	15	14	17	17
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				05	06	03	08	06
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			03	05	03	01	-01
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				01	03	00	-01	01
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			01	07	-03	-07	-09
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				-02	03	-04	-05	-01
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			91	95	95	95	79
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			05	03	06	08	02
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		49 (6)	30 (7)	43.4	46.6	47.8	49,3	47,5
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		75 (6)	47 (7)				45,5	31,8
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			06	07	03	-01	-04
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		14 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			48	59	62	60	57
Dívida pública (% do PIB)				-1,2	-5,4	-5,5	-4 2	-5,8
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	16,5 %			06	10	24	03	
Rendibilidade do capital próprio (%)				8,3	5,3	8,4		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		15,8	16,8	16,7		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				2.9e	2.5e	2.0p	1,9	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			07	06	06	07	07
Taxa de desemprego (nível do ano)		07 (10)		06	07	07	06	06
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	– 0,2 pontos percentuais			01	00	00	01	02
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-03	-02	-01		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-06	00	05		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.26. FINLÂNDIA

Na Finlândia, a dívida das famílias é elevada, embora os riscos associados se afigurem limitados. Quase todos os empréstimos para aquisição de habitação são concedidos a taxas de juro variáveis, o que expõe as famílias aos riscos de possíveis taxas mais elevadas. O sistema bancário afigura-se forte e resiliente, apesar das significativas exposições transnacionais, especialmente com outros países nórdicos.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão não procedeu a uma apreciação aprofundada nem identificou desequilíbrios macroeconómicos no caso da Finlândia. No ano corrente, a Comissão não considera necessário proceder a uma análise mais aprofundada relativa à Finlândia.

Prevê-se que o PIB real cresça 2,3 % em 2022 e 0,2 % em 2023. A inflação é elevada, embora inferior à de muitos outros países da área do euro. Em termos homólogos, a inflação diminuiu para 8,3 % em outubro, estimando-se a inflação subjacente em 4,4 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação da Finlândia mostra que, em 2021, dois indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, a dívida do setor privado e a dívida pública. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- As preocupações em matéria de **competitividade dos custos** são limitadas. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram ainda mais em 2021, prevendo-se que continuem a aumentar, embora a Finlândia registe uma inflação subjacente inferior à de muitos outros países da área do euro. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC depreciou-se marginalmente em 2021. Em termos homólogos, depreciou-se até agosto de 2022.

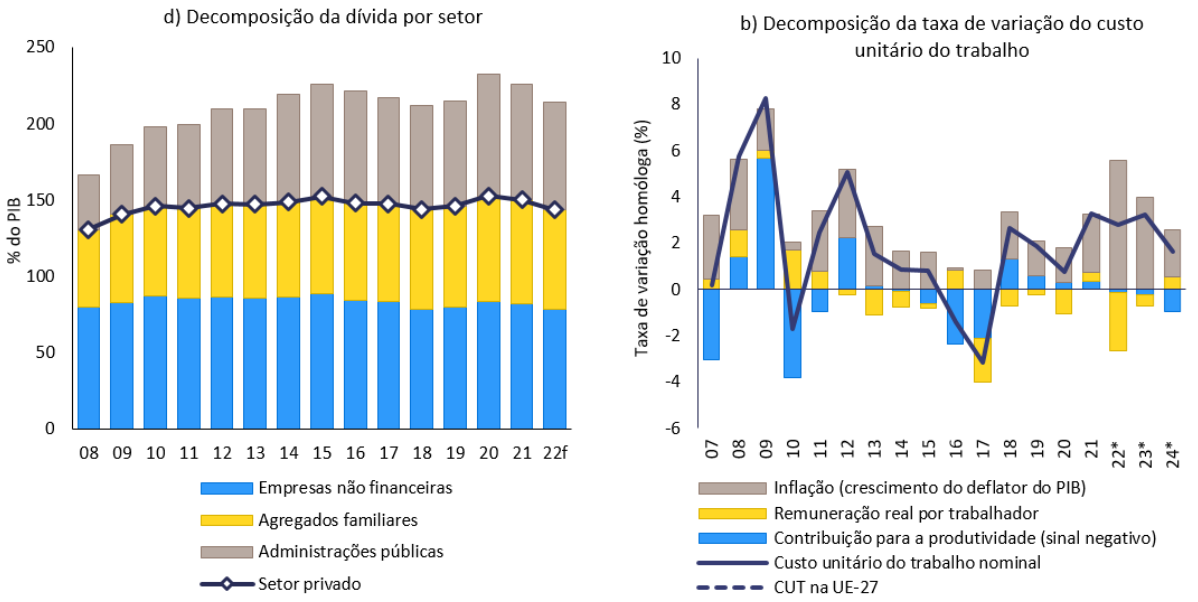
- O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB continua acima dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores de referência fundamentais, embora tenha diminuído em 2021 e permanecido globalmente estável no primeiro semestre de 2022, uma vez que se prevê que os fluxos de crédito líquidos se mantenham moderados. Continua a prever-se que o crescimento do PIB nominal apoie a desalavancagem em 2022. A dívida não produtiva das famílias continua a ser baixa. Praticamente todos os empréstimos para aquisição de habitação são concedidos a taxas de juro variáveis.

- A evolução dos **preços da habitação** continua a não suscitar preocupações de maior. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou para 4,6 % em 2021. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, aumentou para 2,2 % no segundo trimestre de 2022. Os parâmetros do diferencial de avaliação não revelam sinais de potencial sobrevalorização dos preços da habitação.

- Os riscos associados à **dívida pública** são limitados. Esta diminuiu para 72,4 % do PIB em 2021 e prevê-se que estabilize em torno desse nível, apesar de se ter mantido acima do nível de 2019. O défice orçamental diminuiu para 2,7 % do PIB em 2021, prevendo-se que continue a diminuir. Os riscos para a sustentabilidade orçamental são moderados, tanto a médio como a longo prazo.

- O **setor bancário** permanece estável e resiliente. Em 2021, os fundos próprios de nível 1 situavam-se muito acima da média da UE e a rendibilidade era elevada. O rácio de empréstimos não produtivos é muito baixo e continuou a diminuir em 2021. Os riscos para a estabilidade financeira continuam a ser limitados, apesar de significativas exposições transnacionais, especialmente com outros países nórdicos.

Gráfico 3.26.1: **Gráficos selecionados: Finlândia**



Fonte: Eurostat, Ameco e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.26.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Finlândia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		-0.1 (1)	0.0 (2)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-79 (3)	0.2 (4)	0.4	-0.4	-0.1	0.5	0.4
NIENDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				6.9	5.8	15.8		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			0.1	0.5	0.6	0.7	1.0
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) ±11 % (não AE)			0.0	0.2	-0.1	-0.5	-1.0
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-0.2	0.2	-0.1	-0.6	-0.4
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			0.3	1.2	0.5	-0.2	-0.3
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				0.3	0.1	-0.4	-0.2	0.0
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			146	153	150	144	141
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			0.7	0.6	0.6	0.4	0.7
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		55 (6)	59 (7)	65.8	69.0	67.8	64,7	63,5
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		66 (6)	89 (7)				78,8	77,4
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			-0.1	0.1	0.3	-0.4	-0.2
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		-0.2 (8)		0.4	1.8	4.6	2.4	2.0
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			6.5	7.5	7.2	7.1	7.2
Dívida pública (% do PIB)				-0.9	-5.5	-2.7	-1.4	-2.3
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um	16,5 %			0.8	0.8	0.9	0.9	
Rendibilidade do capital próprio (%)				4.9	5.8	9.2		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		17.6	18.1	17.8		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.4e	1.5e	1.2p	1.0	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			0.8	0.7	0.7	0.8	0.7
Taxa de desemprego (nível do ano)		0.7 (10)		0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	-0,2 pontos percentuais			0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-0.1	-0.1	0.0		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			-0.3	0.1	0.0		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

3.27. SUÉCIA

Na Suécia, subsistem preocupações relacionadas com o crescimento persistentemente elevado dos preços da habitação e com o elevado endividamento das famílias e das empresas. O crescimento dos preços nominais da habitação, embora em declínio, permanece elevado, num contexto de sobrevalorização estimada dos preços da habitação.

Na anterior ronda do PDM, a Comissão procedeu a uma apreciação aprofundada e concluiu que a Suécia regista desequilíbrios macroeconómicos. No ano corrente, a Comissão considera oportuno analisar a persistência dos desequilíbrios ou a sua correção no âmbito de uma apreciação aprofundada relativa à Suécia.

Prevê-se que o PIB real cresça 2,9 % em 2022 e –0,6 % em 2023. A inflação é elevada, embora ligeiramente inferior à de muitos outros países da UE, a par de uma significativa restritividade da política monetária. Em termos homólogos, aumentou para 10,3 % em setembro, com uma inflação subjacente de 5,8 %. Prevê-se que os preços aumentem mais rapidamente do que os salários.

A leitura do painel de avaliação relativa à Suécia mostra que, em 2021, quatro indicadores ultrapassaram os seus limiares indicativos, a saber, o crescimento dos preços reais da habitação, os fluxos de crédito ao setor privado, a dívida do setor privado e a variação do desemprego dos jovens. Evidenciam-se os seguintes desenvolvimentos relevantes a partir da interpretação económica do painel de avaliação:

- A evolução da **competitividade dos custos** não se afigura, de momento, preocupante. Os custos unitários nominais do trabalho aumentaram apenas ligeiramente em 2021, mas prevê-se que aumentem mais acentuadamente em 2022 e 2023. Ainda assim, a taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC apreciou-se em 2021. No entanto, em termos homólogos, já registava uma depreciação acentuada em agosto de 2022. A taxa de câmbio nominal depreciou-se em 2022. O sólido excedente da balança corrente atenua os riscos de grandes flutuações cambiais. O excedente diminuiu para 5,4 % do PIB, prevendo-se que continue a diminuir em 2022. A posição líquida de investimento internacional é positiva e prevê-se que aumente.

- O rácio **dívida das empresas não financeiras**/PIB continua a ser um dos mais elevados da UE, tendo aumentado para 123 % em 2021. Mantém-se acima dos valores de referência prudenciais e fundamentais e é 11 pontos percentuais mais elevado do que em 2019. A elevada percentagem de empréstimos intragrupos transnacionais na dívida das empresas reduz os riscos. O endividamento das empresas é acompanhado de reservas de liquidez elevadas e crescentes, que atenuam ainda mais os riscos, apesar da exposição de segmentos do setor empresarial a aumentos dos preços da energia e das taxas de juro. Os fluxos de crédito a empresas não financeiras, em percentagem do PIB, são elevados. Os bens imóveis destinados a fins comerciais constituem uma fonte de especial preocupação, também devido à forma como são financiados.

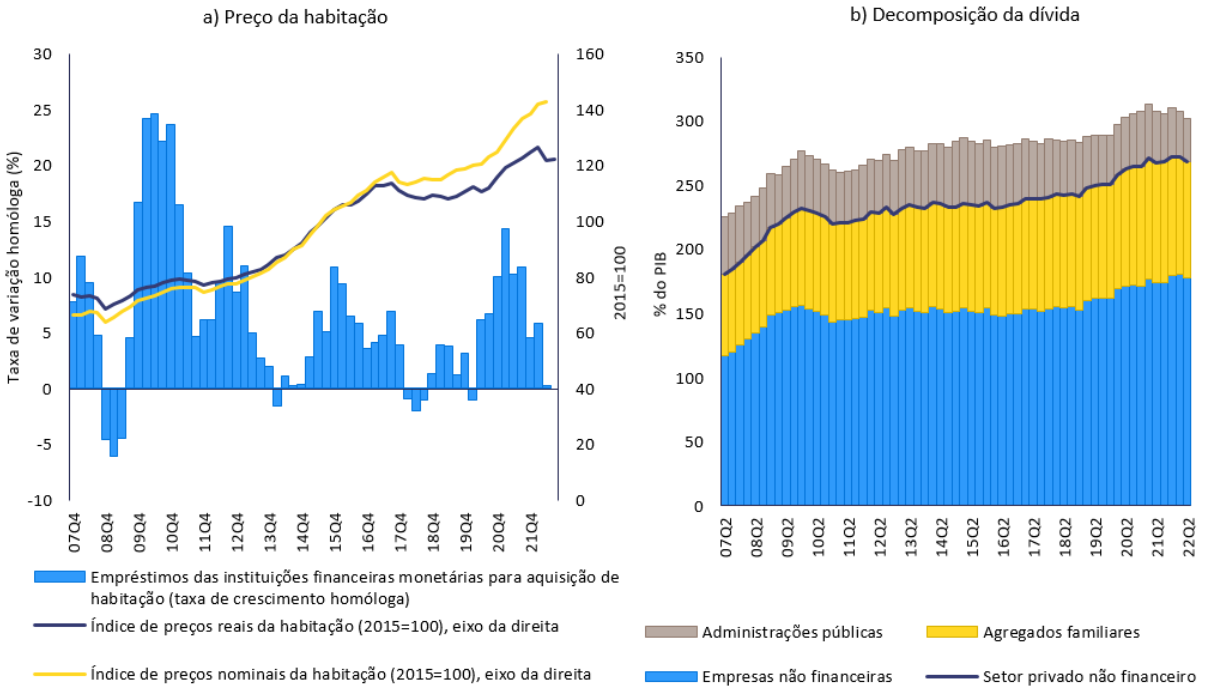
- O rácio da **dívida das famílias** em relação ao PIB continua a ser um dos mais elevados da UE, situando-se acima dos valores de referência prudenciais e baseados nos indicadores económicos fundamentais. Em percentagem do PIB, diminuiu em 2021 e continuou a diminuir ligeiramente no primeiro semestre de 2022, em virtude de fluxos de crédito líquidos dinâmicos. Em percentagem do rendimento bruto disponível das famílias, a dívida das famílias tem vindo a aumentar de forma constante desde 2013, atingindo quase 190 % do PIB em 2021. A dívida não produtiva das famílias continua a ser baixa, mas os custos do serviço da dívida estão a aumentar rapidamente com as taxas de juro. Mais de dois terços dos créditos à habitação têm taxas de juro variáveis fixadas até apenas um ano.

- O crescimento muito elevado dos **preços da habitação** continua a ser motivo de preocupação. O crescimento dos preços nominais da habitação acelerou de 4,2 % para 10,1 % em 2021,

representando um dos ritmos de crescimento mais elevados da UE. O crescimento dos preços nominais da habitação, em termos homólogos, abrandou para 7,1 % no segundo trimestre de 2022. Estima-se que os preços da habitação estivessem sobrevalorizados em 35 % em 2021, contando-se entre os mais elevados da UE. Os preços da habitação começaram a diminuir acentuadamente a partir de meados de 2022, na sequência dos aumentos das taxas de juro e dos preços da energia, exercendo pressão sobre as finanças das famílias, uma vez que os níveis de endividamento permanecem elevados.

- O **setor bancário** permanece saudável. O rácio de fundos próprios de nível 1 está próximo da média da UE e a rendibilidade é muito elevada. O rácio de empréstimos não produtivos é muito baixo. A concessão de crédito tanto às empresas como às famílias é a mais elevada da UE e acelerou ainda mais em 2021. A correção em curso dos preços da habitação e a evolução das condições para o imobiliário comercial representam um desafio para o setor financeiro. O financiamento do setor depende também fortemente dos mercados internacionais e dos empréstimos interbancários entre bancos suecos, o que expõe o setor bancário a riscos do mercado mundial.

Gráfico 3.27.1: **Gráficos selecionados: Suécia**



Fonte: Eurostat, BCE (rubricas do balanço) e serviços da Comissão Europeia

Quadro 3.27.1: **Principais indicadores económicos e financeiros, Suécia**

	Limiares	Valor de referência I	Valor de referência II	2019	2020	2021	previsão 2022	previsão 2023
Posição externa								
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB, média de 3 anos)	– 4 %/6 %			04	05	06	05	04
Saldo da balança corrente, balança de pagamentos (% do PIB)		01 (1)	00 (2)	06	06	05	03	03
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	-35%	-87 (3)	0 4 (4)	13	09	21	38	40
NIIDI – PLII excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB) (5)				-11.4	-10.9	-2.0		
Competitividade								
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual de um período de três anos)	9 % (AE) 12 % (não AE)			07	09	06	07	09
Índice de custo unitário do trabalho nominal (variação percentual homóloga)				02	03	01	03	05
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	±5 % (AE) +11 % (não AE)			-08	-05	02	-02	-09
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de um ano)				-04	03	03	-08	-04
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	– 6 %			-03	03	-01	02	02
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de um ano)				03	04	-03	00	-03
Dívida do setor privado								
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	133 %			200	213	215	212	200
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	14 %			10	14	17	15	12
Dívida das famílias, consolidada (% do PIB)		70 (6)	78 (7)	88.5	93.7	92.5	90,2	88,8
Dívida das empresas não financeiras, consolidada (% do PIB)		82 (6)	95 (7)				121,6	111,4
Mercado da habitação								
Índice de preços da habitação, deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	6 %			00	03	08	-06	-08
Índice de preços da habitação, nominal (variação percentual de um período de um ano)		35 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Dívida das administrações públicas								
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	60 %			35	40	36	32	29
Dívida pública (% do PIB)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Setor bancário								
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um a	16,5 %			12	11	11	01	
Rendibilidade do capital próprio (%)				10,9	8,4	10,0		
Rácio de fundos próprios principais de nível 1		10.6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Créditos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)				1.1e	1.0e	1.0p	0,8	
Mercado de trabalho								
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	10 %			07 b	07 b	08	08	08
Taxa de desemprego (nível do ano)		07 (10)		07	09	09	07	08
Taxa de atividade - % da população com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	–0.2 pontos percentuais			01	00	0 1 b	01	01
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação percentual de um período de três anos)	0,5 pontos percentuais			-01	00	00		
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação percentual de um período de três anos)	2 pontos percentuais			01	06	08		

Notas: consultar o anexo 1

Fonte: serviços da Comissão, Eurostat e BCE; previsões da Comissão Europeia (previsões do outono de 2022)

Quadro A1.1: **Nota relativa aos quadros da secção relativa aos países**

Nota: Os valores destacados correspondem aos valores no limiar ou além do limiar. Anotações: b: Quebra na série. d: A definição difere. e: Dados estimados. p: Dados provisórios.

(1) Balanças correntes correspondentes aos indicadores económicos fundamentais («normas da balança corrente»): obtidas a partir de regressões de forma reduzida que incluem o principal fator determinante do saldo entre a poupança e o investimento, combinando indicadores fundamentais determinantes, fatores estratégicos e as condições financeiras mundiais. Ver Coutinho, L., *et al.* (2018) *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* (Metodologias para a avaliação dos valores de referência da balança corrente), European Economy, Documento de reflexão n.º 86/2018.

(2) Situação da balança corrente que é necessária para estabilizar a PLII num nível acima de –35 % do PIB durante 20 anos: os cálculos recorrem às projeções T+10 da Comissão. Ver Coutinho, L., *et al.* (2018) *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* (Metodologias para a avaliação dos valores de referência da balança corrente), European Economy, Documento de reflexão n.º 86/2018.

(3) Valor de referência prudencial da PLII/NENDI: o limiar prudencial da PLII é o nível específico do país a partir do qual as estimativas apontam para uma maior probabilidade de uma crise da balança de pagamentos. Por coincidência, o limiar da PLII excluindo instrumentos que não podem entrar em incumprimento (NENDI) é idêntico. Turrini, A., e Zeugner, S. (2019), *Benchmarks for Net International Investment Positions* (Valores de referência para as posições líquidas de investimento internacional), European Economy, Documento de reflexão n.º 097/2019.

(4) Valor de referência da PLII explicado por indicadores económicos fundamentais (norma da PLII): a PLII alcançada se o país tivesse registado um saldo da balança corrente consentâneo com os indicadores económicos fundamentais desde 1994. Representa, por conseguinte, a parte da PLII que pode ser explicada pelos indicadores económicos fundamentais. Turrini, A., e Zeugner, S. (2019), *Benchmarks for Net International Investment Positions* (Valores de referência para as posições líquidas de investimento internacional), European Economy, Documento de reflexão n.º 097/2019.

(5) PLII excluindo instrumentos que não podem entrar em incumprimento (NENDI): subconjunto da PLII que exclui as componentes ligadas apenas 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, representando assim a PLII com exclusão dos instrumentos que não podem entrar em incumprimento. Turrini, A., e Zeugner, S. (2019), *Benchmarks for Net International Investment Positions* (Valores de referência para as posições líquidas de investimento internacional), European Economy, Documento de reflexão n.º 097/2019.

(6) Valor de referência fundamental do rácio da dívida das empresas não financeiras e das famílias em relação ao PIB: a média da balança corrente necessária para alcançar e estabilizar a PLII a um nível de –35 % do PIB durante 20 anos. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), «Is Private Debt Excessive?» (Será a dívida privada excessiva?), *Open Economies Review*, p. 1-42.

(7) Limiar prudencial do rácio da dívida das empresas não financeiras e das famílias em relação do PIB: corresponde ao nível a partir do qual o risco de crise se torna elevado. É obtido a partir de regressões que minimizam a probabilidade de uma crise imprevista ou de falsos alertas. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), «Is Private Debt Excessive?» (Será a dívida privada excessiva?), *Open Economies Review*, p. 1-42.

(8) Diferencial médio dos preços da habitação: média aritmética dos diferenciais entre preços e rendimentos, entre preços e rendas e das avaliações com recurso a modelos. O diferencial das avaliações com recurso a modelos é estimado num quadro de cointegração recorrendo a um sistema de cinco variáveis fundamentais: população total, parque habitacional real, rendimento real disponível *per capita*, taxa de juro a longo prazo real e deflator de preços das despesas de consumo final. Com base em Philiponnet, N., Turrini, A. (2017), *Assessing House Price Developments in the EU* (Avaliação da Evolução dos Preços da Habitação na UE), European Economy, Documento de reflexão 2015-048, Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (DG ECFIN), Comissão Europeia.

(9) Rácio de fundos próprios principais de nível 1 exigido pelo BCE no âmbito do processo de revisão e avaliação pelo supervisor de 2021.

Fonte: serviços da Comissão Europeia

ANEXO 2: PREVISÕES E PREVISÕES A MUITO CURTO PRAZO DOS INDICADORES DO PAINEL DE AVALIAÇÃO

A fim de reforçar os elementos prospetivos da interpretação do painel de avaliação, a análise do RMA baseia-se também, sempre que possível, nas previsões para 2022 e anos subsequentes. Sempre que disponíveis, estes dados baseiam-se nas previsões da Comissão do outono de 2022. Caso contrário, os dados correspondem principalmente a previsões elaboradas pelos serviços da Comissão para efeitos do presente RMA.

O quadro que se segue resume os pressupostos utilizados para os dados das previsões dos principais indicadores do painel de avaliação. Os valores do PIB utilizados como denominadores em alguns rácios proveem das previsões da Comissão do outono de 2022.

No caso de taxas de variação plurianuais (como a variação quinquenal das quotas de mercado das exportações), apenas as componentes de 2022 e 2023 se baseiam em previsões, ao passo que as componentes relacionadas com 2021 ou anos anteriores utilizam os dados do Eurostat subjacentes ao painel de avaliação do PDM.

Quadro 1: **Abordagens das previsões e previsões a muito curto prazo dos principais indicadores do painel de avaliação do PDM**

Indicador	Abordagem	Fontes dos dados
Saldo da balança corrente, em % do PIB (média de três anos)	Valores das previsões da Comissão do outono de 2022 do saldo da balança corrente (conceito da balança de pagamentos)	AMECO
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	Previsão efetuada pelos serviços da Comissão com base nas previsões da Comissão do outono de 2022 para o total da capacidade/necessidade líquida de financiamento da economia	Serviços da Comissão
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	Valores baseados nas previsões da Comissão do outono de 2022	AMECO
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	Os valores baseiam-se nas previsões da Comissão do outono de 2022 do seguinte: i) exportações nominais de bens e serviços para os Estados-Membros da UE (conceito de contas nacionais), e ii) previsão da Comissão das exportações de bens e serviços em volume para o resto do mundo, convertidas para níveis nominais pelo deflator das importações em USD da Comissão e previsões cambiais EUR/USD.	AMECO
Índice de custo unitário nominal do trabalho, 2010 = 100 (variação percentual de um período de três anos)	Valores das previsões da Comissão do outono de 2022	AMECO
Índice de preços da habitação (2015 = 100), deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	Previsão efetuada pelos serviços da Comissão	Serviços da Comissão
Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	Previsão efetuada pelos serviços da Comissão	Serviços da Comissão
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	Previsão efetuada pelos serviços da Comissão	Serviços da Comissão
Dívida bruta das administrações públicas (%	Valores das previsões da Comissão do outono de 2022	AMECO

do PIB)		
Taxa de desemprego (média de três anos)	Valores das previsões da Comissão do outono de 2022	AMECO
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	Previsão efetuada pelos serviços da Comissão	Serviços da Comissão
Taxa de atividade - % da população total com idade entre 15-64 anos (variação percentual de um período de três anos)	Previsão efetuada pelos serviços da Comissão	Serviços da Comissão

Quadro 1.1: Painel de avaliação do PDM 2021

	Desequilíbrios externos e competitividade					Desequilíbrios internos						Indicadores de emprego[1]		
Ano 2021	**Saldo da balança corrente - % do PIB** (média de três anos)	**Posição líquida de investimento internacional** (% do PIB)	**Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)**	**Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais**(variação percentual de um período de cinco anos)	**Índice de custo unitário do trabalho nominal (2015 = 100)**(variação percentual de um período de três anos)	**Índice de preços da habitação (2015 = 100), deflacionado** (variação percentual de um período de um ano)	**Fluxo de crédito do setor privado, consolidado** (% do PIB)	**Dívida do setor privado, consolidada** (% do PIB)	**Dívida bruta das administrações públicas** (% do PIB)	**Taxa de desemprego** (média de três anos)	**Total do passivo do setor financeiro, não consolidado**(variação percentual de um período de um ano)	**Taxa de atividade - % da população total com idade entre 15-64 anos**(variação percentual de um período de três anos)	**Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos(variação percentual de um período de três anos)**	**Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos(variação percentual de um período de três anos)**
Limiares	– 4 %/+6 %	– 35 %	±5 % (AE)+11 % (não AE)	-6 %	9 % (AE)12 % (não AE)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	–0,2 pontos percentuais	0,5 pontos percentuais	2 pontos percentuais
BE	0,5	59,9	0,6	2,4	5,4p	4,5	3,8p	169,0p	109,2	5,9	7,5	1,1	0,0	2,2
BG	0,5	– 18,4	3,8	12,2	16,4	2,5p	4,4	84,4	23,9	5,5	9,5	0,6	– 1,0	– 0,1
CZ	0,5	– 15,6	5,0	– 1,1	13,9	16,4	2,9	78,8	42,0	2,5	7,9	0,0	0,1	1,5
DK	8,5	77,0	– 1,1	6,5	6,1	9,5	12,3	214,7	36,6	5,2	11,7	1,4	0,0	0,3
DE	7,3	70,7	0,5	– 5,9	7,4p	8,2p	5,7p	120,4p	68,6	3,4b	7,2	1,2	– 0,2	0,3
EST	– 0,1	– 13,0	1,9	17,8	10,7	10,4	6,5	95,3	17,6	5,9	17,5	– 0,2	0,3	4,7
IE	– 4,2	– 145,5	– 2,6	39,9	– 7,9	4,2	2,6p	168,1p	55,4	5,7	18,8p	1,8	– 0,3	0,7
EL	– 5,0	– 171,9	– 3,1	9,6	4,0p	6,4e	– 0,1p	120,7p	194,5	16,7	14,3	– 0,8	– 3,3	– 5,7
ES	1,2	– 71,5	– 0,5	– 10,5	12,3p	1,5	2,5p	139,1p	118,3	14,8d	6,6	0,0d	– 0,2d	0,5d
FR	– 0,3	– 32,1	– 0,4	– 11,4	4,6p	4,7	6,5p	167,8p	112,8	8,1d	7,3p	0,2d	– 0,2d	– 3,1d
HR	1,8	– 35,1	– 1,5	7,9	6,4p	4,5	3,0p	88,5p	78,4	7,2	11,7	2,4	– 0,6	– 1,8
IT	3,4	8,1	– 1,8	– 6,2	4,6	0,9	3,3	113,5	150,3	9,6	6,2	– 1,1	– 1,1	– 2,5
CY	– 7,5	– 117,8	– 2,4	24,9	4,1p	– 4,3	4,3p	248,4p	101,0	7,4	– 0,8	1,7	– 0,1	– 3,1
LV	– 0,7	– 27,4	2,3	13,4	14,5	7,3	0,9	58,0	43,6	7,3	13,2	– 1,8	– 1,1	2,6
LT	4,0	– 7,4	4,4	37,9	19,2	11,0	5,9	53,9	43,7	7,3	25,2	0,9	0,6	3,2
LU	4,2	30,6	0,6	13,1	11,2p	12,4	53,9p	340,6p	24,5	5,9	11,4	2,1	0,4	2,7
HU	– 1,9	– 53,1	– 4,1	0,0	12,4p	10,0p	12,7p	80,5p	76,8	3,8	16,4	2,1	– 0,1	3,6
MT	– 0,8	52,8	– 1,2	– 0,9	12,9	3,8p	9,4	131,8	56,3	3,8	7,7	3,5	– 0,9	0,3
NL	6,4	93,0	2,2	1,1	11,2p	11,2p	11,7p	229,3p	52,4	4,5	– 0,3p	1,0	– 0,4	0,4
AT	1,9	14,7	1,2	– 2,7	9,9	9,9	7,4	129,7	82,3	5,7	8,0	0,1	0,3	1,0
PL	0,3	– 39,5	– 0,4	24,9	9,9b	3,7	4,0	71,6	53,8	3,3	13,6	3,4	– 0,1	0,1
PT	– 0,6	– 94,7	– 2,8	– 5,3	12,5p	7,9	4,0p	156,9p	125,5	6,8	7,1	0,7	– 0,3	3,1
RO	– 5,7	– 47,2	1,0	10,6	14,4p	– 1,1	3,8p	48,1p	48,9	5,5	14,3	3,2	– 0,2	0,5
SI	5,8	– 6,8	– 0,4	11,6	12,8	7,8	3,5	66,4	74,5	4,7	14,1	0,6	– 0,3	3,9
SK	– 1,8	– 61,0	3,1	– 2,9	14,1	3,0	5,5	95,0	62,2	6,4	24,0	0,2	– 0,8	4,8
FI	0,3	– 1,4	– 0,7	4,9	6,0	2,8	6,1	150,1	72,4	7,4	9,4	1,8	– 0,2	– 0,2
SE	5,6	21,2	2,1	– 1,0	5,5	8,1	16,6	215,2	36,3	8,1	10,9	0,6b	0,2	7,9

Os valores destacados correspondem aos valores no limiar ou além do limiar Anotações: b: Quebra na série. d: A definição difere. e: Estimados. p: Provisórios.

1) Consultar a página 2 do RMA 2016 relativamente aos indicadores de emprego. 2) Índice de preços da habitação e = estimativa do banco central da Grécia. 3) Indicadores de emprego, d = A Espanha e a França avaliaram o vínculo ao emprego e incluíram no emprego as pessoas com uma duração desconhecida da ausência do trabalho, mas que se prevê que regressem ao mesmo emprego assim que as medidas sanitárias relativas à COVID-19 o permitam.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, Perspetivas da Economia Mundial (para exportações de bens e serviços em volume a nível mundial)

Quadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2021

Ano 2021	**PIB real** (variação percentual de um período de um ano)	**Formação bruta de capital fixo** (% do PIB)	**Despesas internas brutas com I&D** (% do PIB)	**Balança corrente e de capital (Capacidade/necessidade líquida de financiamento)(% do PIB)**	**Posição de investimento internacional líquida excluindo instrumentos não passíveis de incumprimento** (% do PIB)	**Investimento direto estrangeiro na economia declarante - fluxos(% do PIB)**	**Investimento direto estrangeiro na economia declarante - reservas(% do PIB)**	**Balança comercial líquida de produtos energéticos**(% do PIB)	**Taxa de câmbio efetiva real - parceiros comerciais da área do euro(variação percentual de um período de três anos)**	**Desempenho das exportações face às economias avançadas**(variação percentual de um período de cinco anos)	**Termos de troca**(variação percentual de um período de cinco anos)	**Quota de mercado das exportações em volume(variação percentual de um período de um ano)**	**Produtividade do trabalho** (variação percentual de um período de um ano)	**Créditos não produtivos brutos de entidades nacionais e estrangeiras** (% dos empréstimos brutos)	**Desempenho do custo unitário do trabalho relativo à AE**(variação percentual de um período de dez anos)	**Índice de preços da habitação (2015 = 100) - nominal** (variação percentual de um período de três anos)	**Construção residencial** (% do PIB)	**Dívida das famílias, consolidada** (inc. ISFLSF, % do PIB)	**Alavancagem bancária consolidada, entidades nacionais e estrangeiras** (total de ativos, total do capital próprio)
BE	6,1p	24,2p	d.a.	0,6	37,3	4,0	166,7	- 3,3p	0,4	7,1	- 1,2p	1,0p	4,2p	1,6p	- 3,3	16,1	6,3p	62,1	13,8p
BG	7,6	16,3	0,8p	0,2	49,8	2,6	80,8	- 3,4	2,3	17,4	8,2	0,7	7,4	4,8p	54,2	20,5p	2,8	24,9	8,0p
CZ	3,5	26,0	2,0p	0,7	36,4	2,7	82,1	- 2,5	4,5	3,4	0,8	- 3,4	3,2	1,7p	15,1	41,7	4,6	34,4	12,3p
DK	4,9	22,6	2,8p	9,1	32,1	3,3	56,6	- 0,5	- 1,3	11,3	1,9	- 2,3	2,3	1,8p	- 6,6	20,2	6,0	104,3	16,2p
DE	2,6p	21,8p	3,1p	7,3	54,6	1,7	49,6	- 1,9p	0,6	- 1,6	- 1,6p	- 0,6p	2,5p	1,1p	12,9	27,1p	7,2p	56,7	14,1p
EST	8,0	28,9	1,7p	7,1	39,9	19,6	125,9	- 0,3	1,4	23,2	1,4	9,6	7,9	1,1p	21,7	30,5	4,9	37,8	9,4p
IE	13,6	23,3	1,3p	15,1	- 335,1	16,5	418,6	- 1,2	- 1,7	46,3	- 4,4	3,8	7,1	2,4p	- 37,6	11,2	2,1	29,7p	8,8p
EL	8,4p	13,3p	1,4p	- 4,6	- 150,2	3,1	23,4	- 3,1p	- 4,3	14,6	- 5,2p	13,8p	5,6p	8,6p	- 22,5	20,4e	1,3p	55,2	17,0p
ES	5,5p	19,8p	d.a.	1,9	- 39,7	3,0	76,4	- 2,1p	- 0,7	- 6,4	0,0p	4,1p	3,0p	2,9p	- 8,5	11,5	5,4p	58,4	15,8p
FR	6,8p	24,2	2,2	0,8	- 37,2	3,0	51,9	- 1,7	- 0,5	- 7,4	- 1,0	- 1,5p	4,2p	1,9p	- 5,2	15,6	6,7p	66,7p	15,8p
HR	10,2p	21,6p	1,3p	5,5	12,0	6,9	63,4	- 2,5p	- 2,3	12,8	- 1,8p	23,0p	8,9p	4,2p	- 16,6	25,9	3,1p	34,7	7,8p
IT	6,7	20,0	1,5p	3,0	6,4	0,9	30,8	- 2,5	- 2,1	- 1,9	- 2,0	3,1	6,1	3,5p	- 6,1	4,5	4,8	43,4	14,3p
CY	6,6p	19,5p	d.a.	- 6,4	- 76,4	- 123,3	1595,5	- 4,4p	- 2,4	30,6	- 1,6p	3,3p	5,3p	5,6p	- 16,3	0,0	7,6p	83,0	16,0p
LV	4,1	22,3	0,7p	- 2,8	18,9	9,5	67,1	- 2,5	1,1	18,5	7,7	- 4,4	6,8	2,1p	35,8	25,0	2,2	19,4	10,3p
LT	6,0	21,4	1,1p	2,6	22,2	4,5	55,5	- 4,8	3,2	44,2	- 4,3	6,7	4,7	1,2p	30,7	33,0	3,0	23,6	15,7p
LU	5,1p	16,5p	d.a.	5,9	- 4766,5	- 269,1	5498,4	- 2,8p	0,6	18,2	2,0p	- 0,6p	2,1p	0,6p	9,8	43,6	3,3p	66,0	15,2p
HU	7,1p	27,2p	1,6	- 1,5	- 1,5	16,1	323,0	- 4,4p	- 4,4	4,6	- 2,2p	0,0p	6,0p	3,2p	14,9	43,0p	3,9p	21,0	10,8p
MT	10,3	22,1p	0,7	- 3,6	259,4	25,1	1481,5	- 4,4	- 1,2	3,6	1,6	- 1,3	7,2	3,0p	14,8	15,3p	3,7p	53,4	12,6p
NL	4,9p	21,6p	d.a.	7,3	26,0	- 14,4	549,9	- 1,5p	2,4	5,7	- 0,8p	- 5,1p	2,8p	1,4p	1,6	32,8p	5,5p	100,4p	16,3p
AT	4,6	26,5	3,2p	0,4	- 4,2	2,6	60,1	- 2,4	1,1	1,7	- 2,6	- 0,7	2,5	1,8p	7,2	28,1	5,3	52,1	11,7p
PL	6,8	17,0	1,4p	- 0,8	0,8	5,5	50,1	- 2,0	- 0,6	30,6	1,1	2,2	5,3b	5,0p	5,1	31,1	2,3	32,3	12,9p
PT	5,5p	20,3p	1,7p	0,6	- 36,1	3,1	85,6	- 2,7p	- 3,0	- 1,0	- 0,5p	3,2p	3,5p	3,6p	2,3	30,9	3,8p	66,4	12,0p
RO	5,1p	24,1p	0,5p	- 5,1	- 6,5	4,1	46,6	- 2,0p	0,2	15,7	5,6p	2,2p	3,2p	3,4p	35,4	13,0	2,6p	15,8	10,2p
SI	8,2	20,3	d.a.	3,9	9,7	3,4	43,3	- 2,8	- 1,0	16,7	- 1,5	4,2	6,8	2,1p	- 0,4	24,5	2,4	26,4	9,6p
SK	3,0	18,9	1,0	- 1,2	- 14,7	0,8	66,5	- 3,6	3,1	1,5	- 2,6	0,3	3,6	2,0p	11,9	27,2	3,9	47,8	10,4p
FI	3,0	23,7	3,0	0,7	15,8	8,0	51,6	- 1,9	- 1,0	9,7	1,3	- 4,9	- 0,3	1,2p	- 5,9	6,9	7,2	67,8	16,2p
SE	5,1	25,6	3,4	5,5	- 2,0	9,2	91,7	- 0,7	1,7	3,5	- 0,1	- 2,4	3,8	1,0p	4,2	17,6	5,3	92,5	16,4p

Anotações: b: Quebra na série. e: Estimados. p: Provisórios.

1) O prazo oficial de transmissão dos dados de 2021 sobre as despesas internas brutas com I&D é 31 de outubro de 2022, embora os dados tenham sido extraídos em 21 de outubro de 2022. 2) Índice de preços da habitação e = estimativa do banco central da Grécia.Fonte: Comissão Europeia, Eurostat e Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (para a taxa de câmbio efetiva real), Banco Central Europeu (para alavancagem bancária consolidada e empréstimos não produtivos brutos, entidades nacionais e estrangeiras) e dados do Fundo Monetário Internacional, Perspetivas da Economia Mundial (para exportações de bens e serviços em volume a nível mundial)

Quadro 2.1 (continuação): Indicadores auxiliares, 2021

Ano 2021	Emprego (variação percentual de um período de um ano)	Taxa de atividade - % da população total com idade entre 15-64 anos(%)	Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos(%)	Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos(%)	Jovens que não trabalham, não estudam e não seguem uma formação - % do total da população ativa com idade entre 15-24 anos		Pessoas em risco de pobreza ou exclusão social -% da população total		Pessoas em risco de pobreza após transferências sociais -% da população total		Pessoas gravemente desfavorecidas em termos materiais e sociais -% da população total		Pessoas que vivem num agregado familiar com muito baixa intensidade de trabalho -% do total da população com idade entre 0-64 anos	
					%	Variação percentual de um período de três anos	%	Variação percentual de um período de três anos	%	Variação percentual de um período de três anos	%	Variação percentual de um período de três anos	%	Variação percentual de um período de três anos
BE	1,9p	69,7	2,6	18,2	7,4b	− 1,8b	18,8	− 1,7	12,7	− 3,7	6,3	− 0,2	11,9	− 1,2
BG	0,2	72,0	2,6	15,8	14,0b	− 1,0b	31,7	− 1,3	22,1	0,1	19,1	− 3,2	8,4	− 0,6
CZ	0,4	76,6	0,8	8,2	6,5b	0,9b	10,7	− 1,1	8,6	− 1,0	1,8	− 0,6	5,4	0,9
DK	2,4	79,6	1,0	10,8	7,1b	− 0,6b	17,3	− 0,2	12,3	− 0,4	3,1	− 0,4	9,7	− 0,3
DE	0,1p	78,7	1,2	6,9	7,5b	1,6b	20,7	2,2	15,8	− 0,2	4,2	0,8	9,3	1,3
EST	0,1	79,1	1,6	16,7	10,9b	0,6b	22,2	− 1,4	20,6	− 1,3	1,9	− 1,2	5,1	− 0,2
IE	6,0	74,6	1,8	14,5	7,8b	− 2,3b	20,0	− 0,8	12,9	− 2,0	5,1	− 1,0	13,0	− 0,2
EL	2,7p	67,3	9,2	35,5	11,0b	− 3,1b	28,3	− 2,0	19,6	1,1	13,9	− 2,2	12,1	− 1,5
ES	2,5p	73,7d	6,2d	34,8d	11,0bd	− 1,4bd	27,8	0,5	21,7	0,2	8,3	− 0,4	11,6	0,8
FR	2,5p	73,0d	2,3d	18,9d	10,6bd	− 0,5bd	19,3	1,4	14,4	1,0	5,9	− 0,8	10,7	3,2
HR	1,2	68,7	2,8	21,9	12,7b	− 0,9b	20,9	− 1,2	19,2	− 0,1	3,5	− 2,6	7,5	− 1,8
IT	0,6	64,5	5,4	29,7	19,8b	0,6b	25,2p	− 0,5p	20,1p	− 0,2p	5,9p	− 0,6p	10,8p	0,1p
CY	1,3p	76,7	2,6	17,1	12,8b	− 0,4b	17,3	− 1,8	13,8	− 1,6	2,6	− 1,2	5,8	− 2,3
LV	− 2,6	75,8	2,3	14,8	8,6b	0,8b	26,1	− 2,3	23,4	0,1	5,3	− 5,1	6,6	− 0,7
LT	1,2	78,2	2,6	14,3	11,3b	3,3b	23,4	− 5,1	20,0	− 2,9	6,4	− 5,6	7,8	− 1,4
LU	3,0p	73,2	1,8	16,9	8,7b	3,4b	21,1b	1,0b	18,1b	1,4b	2,4b	0,8b	5,5b	− 2,3b
HU	1,0p	76,2	1,3	13,5	10,6b	− 0,1b	19,4	− 1,2	12,7	− 0,1	10,2	− 1,7	5,3	− 0,2
MT	2,9	78,2	0,9	9,4	9,8b	2,5b	20,3	1,1	16,9	0,1	5,4	0,7	5,3	0,0
NL	2,0p	83,7	0,8	9,3	5,1b	0,9b	16,6	0,1	14,4	1,1	2,1	− 0,5	8,6	0,2
AT	2,0	77,2	2,0	11,0	8,5b	1,7b	17,3	0,5	14,7	0,4	1,8	− 1,0	7,4	1,0
PL	1,5b	72,8	0,9	11,9	11,2b	2,5b	16,8p	− 1,4p	14,8p	0,0p	2,9p	− 1,6p	4,2p	− 1,5p
PT	1,9p	75,2	2,9	23,4	7,6b	− 0,8b	22,4	0,8	18,4	1,1	6,0	− 0,6	5,3	− 1,6
RO	1,8p	65,6	2,0	21,0	18,0b	3,5b	34,4	− 4,3	22,6	− 0,9	23,1	− 5,2	3,5	− 2,5
SI	1,3	75,0	1,9	12,8	6,6b	0,0b	13,2	− 2,2	11,7	− 1,6	1,8	− 1,4	3,6	− 0,8
SK	− 0,6	74,6	3,9	20,6	11,0b	0,8b	15,6	0,4	12,3	0,1	5,7	0,3	5,0	− 0,2
FI	3,3	78,8	1,8	17,1	7,7b	− 0,8b	14,2	− 2,4	10,8	− 1,2	1,1	− 1,1	8,6	− 2,5
SE	1,2	82,9	1,9	24,7	5,1b	− 0,9b	17,2	− 0,5	15,7	− 0,7	1,4	0,0	8,9	0,6

Anotações: b: Quebra na série. d: A definição difere. p: Provisórios.

1) Indicadores de emprego, d = A Espanha e a França avaliaram o vínculo ao emprego e incluíram no emprego as pessoas com uma duração desconhecida da ausência do trabalho, mas que se prevê que regressem ao mesmo emprego assim que as medidas sanitárias relativas à COVID-19 o permitam. 2) Jovens que não trabalham, não estudam e não seguem uma formação, b = Quebra na série de dados devido à aplicação do Regulamento (UE) 2019/1700. 3) Rendimento e condições de vida, b = Introdução de uma componente CAWI para os novos agregados familiares selecionados em 2021 para LU.Fonte: Comissão Europeia, Eurostat.