COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 18.11.2020
COM(2020) 745 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO

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

Relatório sobre o Mecanismo de Alerta de 2021

(elaborado de acordo com os artigos 3.º e 4.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011 sobre prevenção e correcção dos desequilíbrios macroeconómicos)

{SWD(2020) 275 final}

O presente Relatório sobre o Mecanismo de Alerta (RMA) marca o início do décimo ciclo anual do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM). Este procedimento visa detetar, prevenir e corrigir desequilíbrios que obstam ao correto funcionamento das economias dos Estados-Membros, da União Económica e Monetária ou da União no seu todo, e promover 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)[1].

O ciclo de supervisão do Semestre Europeu do corrente ano, incluindo a aplicação do PDM, está a ser ajustado à luz da criação do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR). A estratégia anual para o crescimento sustentável, adotada em meados de setembro de 2020, fez um balanço da situação económica e social na Europa, definiu as grandes prioridades políticas para a UE e forneceu orientações estratégicas para a implementação do MRR.

A análise efetuada no âmbito do RMA assenta na interpretação económica de um painel de avaliação de indicadores selecionados, complementado por um conjunto mais vasto de indicadores auxiliares, instrumentos analíticos e quadros de avaliação e outras informações relevantes, incluindo dados e previsões recém-publicados. O RMA deste ano inclui uma avaliação prospetiva reforçada dos riscos para a estabilidade macroeconómica e para a evolução dos desequilíbrios macroeconómicos. O RMA inclui também uma análise das implicações a nível da área do euro dos desequilíbrios macroeconómicos dos Estados-Membros.

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 apreciações aprofundadas serão publicadas na primavera de 2021 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.

1. SÍNTESE

O presente Relatório sobre o Mecanismo de Alerta (RMA) foi elaborado no contexto da crise da COVID-19. Tendo em conta a rápida e acentuada alteração das condições económicas causada pela crise da COVID-19, a interpretação económica contida no presente relatório inclui uma avaliação prospetiva reforçada dos riscos para a estabilidade macroeconómica e para a evolução dos

[1] O Reino Unido saiu da União Europeia em 31 de janeiro de 2020, com base no Acordo de Saída do Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte da União Europeia e da Comunidade Europeia da Energia Atómica («Acordo de Saída», JO C 384 I de 12.11.2019, p. 1), e o direito da União continua a ser aplicável ao Reino Unido e no Reino Unido durante o período de transição que cessa em 31 de dezembro de 2020.

desequilíbrios macroeconómicos. Para o efeito, é necessário ir além dos dados anuais finais constantes do painel de avaliação do RMA, que, no RMA do corrente ano, abrange o período que vai até 2019. Assim, o relatório do corrente ano, comparativamente aos anos anteriores, recorre numa maior medida às previsões e aos dados de alta frequência para avaliar as potenciais implicações da crise da COVID-19[2].

O atual ciclo de supervisão do Semestre Europeu está a ser temporariamente ajustado para assegurar uma aplicação coerente e eficaz do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), o que afetará também a aplicação do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM). A estratégia anual para o crescimento sustentável de 2021, que foi adotada em meados de setembro, lançou o ciclo do Semestre Europeu deste ano e definiu orientações estratégicas para a implementação do Mecanismo de Recuperação e Resiliência[3]. O MRR prevê que os Estados-Membros adotem planos de recuperação e resiliência, que definam reformas e investimentos que deem resposta aos principais desafios económicos e estejam alinhados com as prioridades da UE, incluindo as recomendações específicas por país dirigidas aos Estados-Membros nos últimos anos e, em especial, nos ciclos do Semestre Europeu de 2019 e 2020. O MRR é, por conseguinte, uma oportunidade para os Estados-Membros executarem reformas e investimentos em conformidade com as recomendações relacionadas com o PDM que visam a resolução das causas estruturais subjacentes e persistentes dos desequilíbrios macroeconómicos existentes. O acompanhamento específico das respostas políticas aos desequilíbrios macroeconómicos existentes não tem lugar no outono de 2020, mas será efetuado no âmbito da avaliação dos planos de recuperação e resiliência[4]. A próxima geração de apreciações aprofundadas será publicada na primavera de 2021, em conjunto com a avaliação dos programas de estabilidade e de convergência, e examinará atentamente a gravidade e a evolução dos desequilíbrios identificados e investigará os riscos de surgimento de novos desequilíbrios[5].

A maioria dos desequilíbrios macroeconómicos existentes foi objeto de um processo de correção num contexto macroeconómico favorável até ao surto da COVID-19. Os *desequilíbrios de fluxos*, como os défices excessivamente grandes da balança corrente ou o crescimento dinâmico do crédito, foram corrigidos nos anos que se seguiram à crise financeira de 2008, num contexto de desendividamento generalizado do setor privado. A expansão económica que teve início em 2013 apoiou a correção dos *desequilíbrios de stocks*, que teve início mais tarde e avançou mais lentamente, promovendo a redução dos rácios das dívidas privada, pública e externa em relação ao PIB e reforçando os balanços dos bancos. Ao mesmo tempo, nos últimos anos, a expansão económica acarretou alguns riscos de sobreaquecimento, principalmente ao nível da dinâmica dos preços da habitação e da evolução da competitividade em termos de custos, especialmente em países onde o crescimento económico foi dinâmico.

---

[2] O Regulamento (UE) n.º 1176/2011 refere explicitamente que a análise do RMA se baseia noutras informações relevantes (artigo 3.º, n.º 2). Os dados do painel de avaliação estão incluídos nos quadros 1 e 2 no final do presente relatório. O presente relatório é acompanhado de um anexo estatístico.

[3] COM(2020) 575 final, Estratégia Anual para o Crescimento Sustentável 2021, disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/IP_20_1658

[4] Para os Estados-Membros com desequilíbrios identificados, o acompanhamento específico constitui uma supervisão específica dos progressos políticos tendentes a corrigir os desequilíbrios, para além da supervisão realizada no ciclo do Semestre Europeu. Nos anos anteriores, foi realizada no outono.

[5] Para os Estados-Membros identificados com desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos em fevereiro, as observações específicas por país constantes no RMA deste ano (secção 5) resumem igualmente as mais recentes REP relevantes para o PDM e as medidas adotadas por esses países para as aplicar.

Uma série de desequilíbrios macroeconómicos existentes está a ser agravada pela crise da COVID-19, podendo ainda surgir novos riscos. Em especial, os rácios dívida pública e privada/PIB estão a aumentar. No futuro, o reembolso da dívida do setor privado poderá ser comprometido pelos níveis deprimidos da atividade económica, pelas falências e pela debilidade do mercado de trabalho. Estas dificuldades a nível da dívida afetarão os balanços dos bancos e prejudicarão ainda mais a sua rendibilidade. Ao mesmo tempo, prevê-se que cesse a evolução excessivamente ascendente do custo da mão de obra e dos preços da habitação, que caracterizaram o passado recente, mas podem surgir preocupações se esse ajustamento se transformar em correções excessivas em baixa, nomeadamente dos preços da habitação nos Estados-Membros com um nível já elevado de endividamento das famílias.

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

- **É provável que não assuma uma grande dimensão a evolução das balanças correntes na maioria dos Estados-Membros da UE na sequência da crise da COVID-19.** Os défices da balança corrente continuam a ser moderados na maioria dos países. Apesar de se terem reduzido nos últimos anos, persistem alguns grandes excedentes da balança corrente. As balanças correntes deverão evoluir relativamente pouco com a crise da COVID-19. Esta situação contrasta fortemente com a evolução registada durante a crise financeira mundial, altura em que os défices dos países da UE foram significativos e a crise despoletou a sua correção. A estabilidade dos níveis das balanças correntes esconde, contudo, grandes variações da contribuição dos diferentes setores para a posição externa global, uma vez que grandes aumentos da posição líquida de financiamento do setor privado estão a ser compensados por um agravamento substancial da posição líquida de financiamento das administrações públicas devido aos seus esforços tendentes a amortecer o impacto da crise.
- **As melhorias registadas na posição líquida de investimento internacional (PLII) da maioria dos Estados-Membros nos anos anteriores deverão cessar.** Embora persistam grandes *stocks* de desequilíbrios externos em alguns Estados-Membros, as melhorias da PLII continuaram em 2019 na maioria dos países da UE, impulsionadas pelos resultados das balanças correntes superiores aos níveis necessários para a estabilização da PLII, pelo crescimento nominal do PIB e, por vezes, por grandes efeitos de valorização positivos. No futuro, prevê-se a interrupção das melhorias no rácio PLII/PIB, na sequência da grande contração do PIB em 2020 e dos resultados relativamente estáveis a nível das balanças correntes.
- **Em alguns Estados-Membros que não pertencem à área do euro, surgiram algumas tensões a nível do financiamento externo no início da crise da COVID-19.** Os movimentos de capitais e as taxas de câmbio de alguns Estados-Membros não pertencentes à área do euro estiveram sujeitos à pressão dos mercados durante um breve período, no final de março e abril, devido a uma maior aversão ao risco. Desde então, essas pressões atenuaram num quadro de melhoria dos resultados registados nos mercados financeiros.
- **O impacto da crise da COVID-19 no mercado de trabalho foi, até à data, relativamente suave, comparativamente à dimensão da recessão, graças também a medidas tomadas como os regimes de tempo de trabalho reduzido, mas é provável que o desemprego venha a aumentar.** A crise pôs termo aos anos de melhoria dos mercados de trabalho em toda a UE. Até à data, conduziu principalmente a uma diminuição do número médio de horas por trabalhador, enquanto o desemprego em termos de efetivos aumentou apenas um pouco. Este fenómeno de retenção da mão de obra, ou seja, de empresas que retêm os seus trabalhadores, que caracterizou muitas economias da UE em 2020, é em grande parte devido a iniciativas subvencionadas pelo Estado para preservar o emprego, nomeadamente os regimes temporários de tempo de trabalho reduzido. No entanto, prevê-se que o desemprego aumente com algum desfasamento temporal,

como acontece normalmente após as recessões. Verificam-se, em especial, riscos de perdas significativas de postos de trabalho nos setores fortemente afetados pela pandemia, dependendo quer da duração destes efeitos, quer da solidez das reações políticas.

- **Os custos unitários do trabalho (CUT) têm vindo a acelerar em vários países da UE nos últimos anos, tendo em conta o aumento dos salários e o fraco crescimento da produtividade, mas prevê-se que venham a abrandar, na sequência de um forte aumento em 2020.** Foi registada uma forte dinâmica dos custos unitários do trabalho num contexto de crescimento económico robusto em vários países da Europa Central e Oriental e nos países bálticos nos últimos anos. Prevê-se que a diminuição da produtividade do trabalho resultante de uma queda da produção, associada à retenção da mão de obra, aumente o crescimento dos custos unitários do trabalho em 2020, apesar de um abrandamento acentuado do crescimento dos salários. Em 2021, a recuperação gradual prevista da atividade económica deverá implicar uma retoma da produtividade global, que compensará parcialmente o aumento dos custos unitários do trabalho em 2020.

- **Prevê-se que a dívida das empresas aumente consideravelmente em 2020, devido nomeadamente às necessidades de liquidez.** A contração de empréstimos para financiar o fundo de maneio aumentou com o surto de COVID-19 e o crédito às sociedades não financeiras aumentou na maioria dos países. As garantias relativas a créditos ajudaram as empresas a contrair empréstimos em apoio das suas operações, bem como a reforçar a sua liquidez. As moratórias de reembolso das dívidas também contribuíram para o aumento das dívidas. Prevê-se que os níveis de endividamento em crescimento, combinados com a queda significativa do PIB em 2020, aumentem acentuadamente os rácios dívida/PIB, especialmente no curto prazo. No futuro, a dinâmica dos rácios dívida/PIB deverá melhorar devido à recuperação, mas o serviço da dívida poderá ser difícil, em especial nos setores afetados pela pandemia de forma mais duradoura, o que terá igualmente impacto nos balanços dos mutuantes.

- **A dinâmica da dívida das famílias parece estar relativamente contida.** Antes da crise da COVID-19, o crédito às famílias começou de novo a crescer a um ritmo dinâmico numa série de países após anos de desendividamento ou de dinâmica moderada. A evolução do volume da dívida das famílias parece estar a abrandar um pouco em 2020. Tal está a acontecer apesar do impacto das moratórias da dívida, que diminuíram as pressões em termos de liquidez dos agregados familiares endividados, assim como o ritmo dos reembolsos. Os rácios dívida das famílias/PIB estão a crescer mecanicamente em 2020, devido à queda do PIB. Ao mesmo tempo, as poupanças das famílias aumentaram devido a uma queda acentuada do consumo. As perspetivas de reembolso das dívidas das famílias estão sujeitas à deterioração dos mercados de trabalho.

- **O crescimento dos preços da habitação manteve-se robusto em 2020, havendo acelerações em alguns países, mas é provável que se verifique uma moderação e possíveis correções em baixa.** Em 2019, os preços da habitação continuaram a aumentar a taxas elevadas, e mesmo em vários países que apresentavam riscos de sobrevalorização. O impacto da crise nas perspetivas de emprego e nos rendimentos dos agregados familiares refletir-se-á normalmente numa moderação da dinâmica dos preços da habitação. Os dados trimestrais mais recentes já apontam para um abrandamento dos mercados da habitação em mais de metade dos países da UE. As previsões de crescimento dos preços da habitação sugerem correções no sentido da baixa na grande maioria dos Estados-Membros durante o período 2020-2021.

- **Após ter seguido uma tendência decrescente nos últimos anos, devido a um crescimento nominal do PIB mais forte, a dívida pública está atualmente a aumentar rapidamente em**

todos os Estados-Membros, especialmente naqueles em que a crise da COVID-19 teve o impacto mais grave. Nos últimos anos, a dívida pública continuou a diminuir na maior parte dos Estados-Membros, embora em alguns países com elevados níveis de endividamento essa redução tenha sido inexistente ou limitada. Durante a crise, os governos de toda a UE têm assegurado o funcionamento dos estabilizadores automáticos e prestaram apoio direto orçamental e de liquidez para atenuar a crise sanitária e a contenção das despesas do setor privado. Os rácios da dívida pública estão a aumentar mais nos casos em que os níveis de dívida anteriores à crise já eram dos mais elevados, refletindo também o facto de a recessão ter sido mais profunda nesses países. A flexibilização monetária excecional e várias iniciativas a nível da UE e da área do euro têm mantido os custos de financiamento a níveis historicamente baixos, e apoiado a confiança. Embora alguns países tenham tirado partido da elevada liquidez e da procura por parte dos investidores para prolongar a estrutura de prazos de vencimento da sua dívida soberana, a estrutura da dívida pública pode implicar riscos para outros, nomeadamente devido a estruturas de prazos de vencimento curtos e a uma elevada percentagem da dívida expressa em moeda estrangeira.

- **As condições no setor bancário melhoraram nos últimos anos, mas o choque da COVID-19 pode testar a capacidade de resistência do setor bancário da UE.** As condições no setor bancário melhoraram consideravelmente desde a crise financeira mundial, com rácios de fundos próprios e reservas de liquidez mais fortes do que há uma década. No entanto, o setor tem vindo a ser afetado por baixos níveis de rendibilidade numa conjuntura de baixas taxas de juro e, em alguns países, por níveis ainda relativamente elevados de empréstimos não produtivos. A ampla liquidez fornecida pelos bancos centrais ajudou a evitar uma crise de crédito na sequência do surto de COVID-19 e a suspensão dos pagamentos de dividendos e uma certa flexibilização temporária da regulamentação está também a dar maior margem de manobra aos bancos. Prevê-se que a crise prejudique a qualidade dos ativos e as perspetivas de rendibilidade. O aumento das dificuldades de reembolso da dívida por parte das empresas e dos agregados familiares traduzir-se-á em empréstimos não produtivos no futuro, especialmente após o termo das moratórias da dívida. As correções em baixa dos preços da habitação podem afetar as avaliações das garantias e, por conseguinte, os balanços dos bancos.

O choque da COVID-19 está a agravar os desequilíbrios existentes na área do euro, o que salienta a necessidade de utilizar da melhor forma as medidas de apoio da UE. De acordo com as previsões económicas da Comissão do outono de 2020, os Estados-Membros mais afetados economicamente pela crise da COVID-19 devido à gravidade da pandemia ou à dependência de setores altamente expostos são caracterizados por *stocks* relativamente elevados de dívida pública e de dívida externa. A crise da COVID-19 parece assim acentuar os atuais padrões em matéria de endividamento interno e externo na área do euro. Um conjunto de países altamente afetados pela crise da COVID-19 caracterizava-se num passado recente por um crescimento potencial anémico. Por conseguinte, a pandemia poderá também agravar as divergências económicas. Paralelamente, apesar da grande diminuição da procura mundial, prevê-se atualmente a persistência de um excedente comercial para a área do euro no seu conjunto, o que indica que poderá haver mais espaço para expandir a procura interna ao nível agregado da área do euro, a fim de promover a recuperação, apoiando simultaneamente os esforços do BCE para atingir o objetivo em matéria de inflação. Tendo em conta o crescente endividamento em todos os Estados-Membros, o MRR e outros instrumentos de apoio financeiro criados a nível da área do euro e da UE, nomeadamente o instrumento SURE, a iniciativa REACT-EU e uma maior flexibilidade na utilização dos fundos remanescentes da UE, podem ajudar os Estados-Membros a criar as condições necessárias para uma recuperação duradoura e o reforço da resiliência. No futuro, é importante que as medidas de

apoio à economia, as reformas e os investimentos realizados em toda a área do euro sejam coordenados de modo a corrigir eficazmente os desequilíbrios macroeconómicos, em especial quando são excessivos.

Em suma, com a crise da COVID-19, os riscos parecem estar a aumentar nos países já identificados como tendo desequilíbrios (excessivos). Em certa medida, a crise da COVID-19 constitui um retrocesso para a redução gradual dos desequilíbrios em muitos Estados-Membros, que foi impulsionada sobretudo pela expansão económica ocorrida desde 2013. Ao mesmo tempo, as pressões de sobreaquecimento já existentes, relacionadas com o forte aumento dos preços da habitação e do custo unitário do trabalho, surgem atualmente com menor intensidade como um risco no médio prazo, indo possivelmente ser sujeitas a correções no sentido da baixa. Embora as pressões sobre os fluxos de capitais e as taxas de câmbio se tenham revelado de curta duração em 2020, a confiança dos mercados poderá continuar volátil. Por conseguinte, a supervisão deve centrar-se nos países em que os riscos parecem estar a aumentar, o que coincide essencialmente com os países já identificados como tendo desequilíbrios. Além disso, há que acompanhar atentamente a evolução noutros Estados-Membros, nomeadamente em algumas economias não pertencentes à área do euro, em que as preocupações de sustentabilidade externa se manifestaram nas pressões dos mercados durante a primavera, e nos Estados-Membros com níveis de dívida muito elevados.

O aumento dos rácios dívida pública e privada/PIB em 2020 exige um acompanhamento cuidadoso, não implicando todavia, na presente fase, a necessidade de novas apreciações aprofundadas. Os riscos para os desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente os associados ao agravamento dos rácios dívida/PIB, estão a acentuar-se especialmente em países já identificados como tendo desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos. Os aumentos significativos dos rácios dívida/PIB em 2020 estão ligados, em grande medida, ao efeito mecânico das recessões temporárias, mas de dimensão considerável, que reduzem o denominador deste rácio. Estes aumentos da dívida pública e da dívida das empresas são também consequência do ajustamento ao grande choque pontual provocado pela COVID-19 e das medidas deliberadas e temporárias tomadas neste âmbito (nomeadamente, medidas como as garantias bancárias e as moratórias relativas aos reembolsos), a fim de atenuar o impacto futuro da crise e evitar uma repercussão ainda maior da pandemia na atividade económica, nos rendimentos e na estabilidade macroeconómica. Evitar que a recessão se torne mais profunda e enraizada constitui uma resposta necessária para melhorar as perspetivas de evolução da dívida, mesmo caso implique aumentos temporários da dívida.

Serão elaboradas apreciações aprofundadas para os Estados-Membros nos quais já tenham sido identificados desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos. Em sintonia com a prática prudencial estabelecida, as apreciações aprofundadas servirão para avaliar se os desequilíbrios constatados se estão a atenuar, persistem ou se estão a agravar, fazendo um balanço das políticas corretivas aplicadas. Assim, está prevista a elaboração de apreciações aprofundadas para os 12 Estados-Membros identificados como registando desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos à luz dos resultados das apreciações aprofundadas de fevereiro de 2020[6]. Nove Estados-Membros foram identificados como apresentando desequilíbrios (**Croácia, França, Alemanha, Irlanda, Países Baixos, Portugal, Roménia, Espanha** e **Suécia**), enquanto **Chipre, Grécia,** e **Itália** foram identificados como registando desequilíbrios excessivos.

[6] Ver «Semestre Europeu 2020: Avaliação dos progressos em matéria de reformas estruturais, prevenção e correção de desequilíbrios macroeconómicos e resultados das apreciações aprofundadas ao abrigo do Regulamento (UE) n.º 1176/2011» - COM(2020) 150 final de 26.2.2020. A Bulgária foi também objeto de uma apreciação aprofundada em fevereiro passado, mas verificou-se que já não se encontrava em situação de desequilíbrio.

O presente RMA destacou a evolução potencialmente arriscada de alguns Estados-Membros para os quais não serão elaboradas apreciações aprofundada. Na sequência do surto de COVID-19, surgiram riscos em alguns países não pertencentes à área do euro associados ao financiamento externo. A Hungria surge como um caso em que a interação entre a contração de financiamento pelo Estado e o financiamento externo deve ser objeto de acompanhamento[7]. A dívida pública é parcialmente financiada em moeda estrangeira, o que reflete a natureza aberta da economia e o facto de parte das receitas do setor público e do setor privado estarem expressas em moeda estrangeira. No entanto, a dívida pública tem uma maturidade muito curta e com participações relevantes do setor bancário nacional, enquanto as reservas oficiais no início de 2020 estavam próximas dos mínimos prudenciais. Embora as pressões do mercado tenham diminuído desde a primavera e não existam atualmente indicações sólidas de que existam riscos de desequilíbrios, tais riscos podem reincidir no futuro, pelo que requerem um acompanhamento cuidadoso. As implicações do aumento dos rácios dívida/PIB devem igualmente ser acompanhadas em alguns Estados-Membros que não estão atualmente sob vigilância no âmbito do PDM. Na Bélgica, tanto a dívida privada como a dívida pública deverão continuar a crescer acima dos limiares do PDM. Os Estados-Membros em que se prevê que a dívida privada esteja a aumentar e se situe acima do limiar são a Dinamarca, a Finlândia e o Luxemburgo. A dívida pública deverá continuar a crescer acima de 60 % do PIB na Áustria e na Eslovénia. Esses desenvolvimentos comportam riscos adicionais para a estabilidade macroeconómica, estando rodeados de uma grande incerteza, em especial devido à necessidade de serem tidas também em conta as perspetivas de crescimento no médio e longo prazo e à forma como esses desenvolvimentos são afetados pela crise da COVID-19. Por conseguinte, embora o aumento previsto dos rácios da dívida exija um acompanhamento cuidadoso, não é necessário, na presente fase, efetuar uma apreciação aprofundada de outros Estados-Membros.

2. PERSPETIVAS ECONÓMICAS EM MUTAÇÃO: IMPLICAÇÕES PARA OS DESEQUILÍBRIOS MACROECONÓMICOS NA ÁREA DO EURO

A pandemia de COVID-19 agiu como um choque de características únicas para a economia. A pandemia foi seguida por medidas restritivas tomadas desde março de 2020 destinadas a limitar o contágio, que foram atenuadas gradualmente a partir de maio na maioria dos Estados-Membros. As medidas adotadas foram aproximadamente proporcionais à gravidade da emergência sanitária, mas com diferenças importantes entre países[8]. Em resultado da pandemia de COVID-19, um grande choque da procura que afetou o consumo foi agravado por restrições a nível da oferta durante o confinamento. A dinâmica do consumo continua a ser débil em comparação com as tendências anteriores ao surto de COVID-19, nomeadamente para as atividades do setor dos serviços em que o contacto humano é mais difícil de evitar. O investimento continua a ser prejudicado por uma incerteza substancial. A redução do rendimento e do crescimento do emprego, bem como a menor dinâmica dos mercados de exportação, continuarão a travar a procura. A perturbação de algumas cadeias de valor e as medidas de distanciamento no local de trabalho continuam a afetar a oferta, bem como a produtividade[9]. A UE e outras áreas do mundo enfrentam atualmente uma nova vaga da pandemia cuja gravidade e duração estão rodeadas de uma grande incerteza. De um modo geral, as previsões económicas da Comissão do

[7] A interação entre as finanças públicas e o setor externo merece igualmente ser analisada no quadro da apreciação aprofundada prevista para a Roménia.
[8] Ver https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en. Ver também Fiscal Monitor do Fundo Monetário Internacional de outubro de 2020.
[9] Ver capítulo 2 das Perspetivas da Economia Mundial do Fundo Monetário Internacional de outubro de 2020.

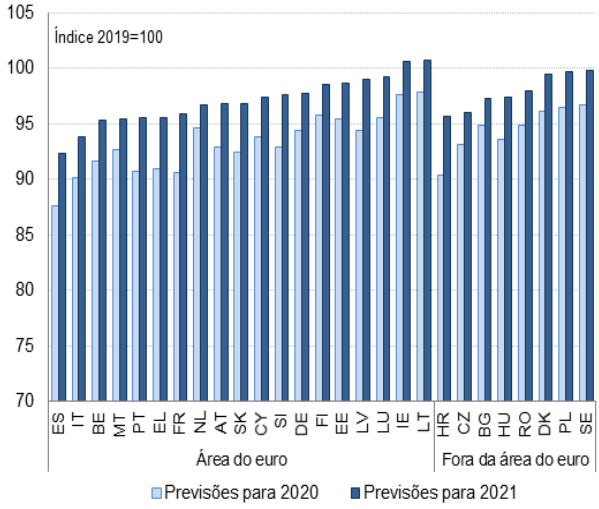
outono de 2020 apontam para uma diminuição do PIB de -7,8 % na área do euro e de -7,4 % na UE em 2020. Apesar da recuperação prevista em 2021, prevê-se que os níveis do PIB sejam inferiores aos níveis registados antes da crise em 2019 (gráfico 1)[10] [11].

As respostas políticas excecionais contribuíram para atenuar as consequências económicas da crise da COVID-19. Foram tomadas medidas de enorme alcance em toda a UE e nas principais áreas do mundo a fim de evitar o colapso dos rendimentos, na sequência das medidas restritivas, e reduzir o risco de grandes perdas de postos de trabalho e de falências de empresas. Os governos prestaram apoio orçamental através de regimes de redução do tempo de trabalho e intensificaram o apoio aos rendimentos dos desempregados. Foram previstas moratórias para o pagamento de impostos e reembolsos de empréstimos hipotecários. Foram concedidas garantias para os empréstimos bancários, a fim de evitar a redução do crédito. O BCE tomou uma vasta gama de medidas de apoio à economia a fim de preservar a estabilidade financeira e o funcionamento eficiente dos mercados financeiros, incluindo a disponibilização de liquidez adicional para os bancos, a simplificação dos requisitos em matéria de garantias, bem como aquisições adicionais substanciais de ativos do setor público e privado no âmbito do programa de compra de ativos (APP) e do programa de compras de emergência por pandemia (PEPP). O Mecanismo Único de Supervisão (MUS) flexibilizou os requisitos regulamentares dos bancos de forma anticíclica. O Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) disponibilizou a todos os Estados-Membros da área do euro uma garantia de apoio na crise pandémica, baseada na linha de crédito com condições reforçadas. A UE e os seus Estados-Membros criaram três redes de segurança para trabalhadores, empresas e entidades soberanas: o instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (SURE), o fundo de garantia pan-europeu do Banco Europeu de Investimento e a garantia de apoio na crise pandémica do MEE. A Comissão apresentou propostas de novos instrumentos para promover a recuperação (Next Generation EU), que foram acordadas pelo Conselho Europeu em julho, nomeadamente o Mecanismo de Recuperação e Resiliência de larga escala. Este mecanismo concede subvenções e empréstimos para promover reformas e investimentos destinados a reforçar o potencial de crescimento, reforçar a resiliência económica e social e facilitar a transição ecológica e digital, em consonância com os objetivos da União a esse respeito. Foram tomadas outras medidas estratégicas, incluindo a aceleração e a flexibilização da utilização dos restantes fundos da UE, a criação de um quadro temporário para os auxílios estatais e a ativação da cláusula de derrogação de âmbito geral prevista no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

[10] Previsões económicas europeias da Comissão Europeia do outono de 2020, documento institucional 136 de novembro de 2020.

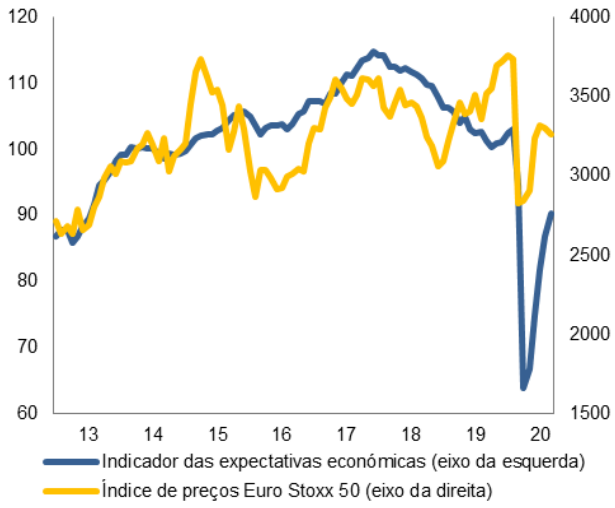
[11] O Reino Unido não é abrangido pelos gráficos nas secções apresentadas seguidamente, uma vez que são subjacentes à aplicação do PDM em 2021, que ocorre após o termo do período de transição.

Gráfico 1: PIB a preços constantes em comparação com os níveis anteriores à crise



Fonte: Previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.

Gráfico 2: Sentimento económico e índice bolsista, 2013-2020



Fonte: Comissão Europeia e BCE, fornecidos pela DataStream.

O surto de COVID-19 foi seguido de fortes reações iniciais nos mercados financeiros. Os mercados financeiros anteciparam uma recessão grave logo após o surto de COVID-19. Os mercados bolsistas baixaram num contexto de expectativas revistas em matéria de lucros das empresas. As avaliações dos mercados de obrigações refletiram a busca de aplicações seguras, verificando-se o aumento dos prémios de risco das obrigações do Tesouro, que passaram a ser consideradas mais arriscadas pelos investidores, e os *spreads* das obrigações das empresas aumentaram nomeadamente para os segmentos com baixas notações. A evolução das taxas de câmbio refletiu as pressões sobre os mercados emergentes, em resultado das saídas de capital e das importantes correções em baixa dos preços do petróleo e das matérias-primas. Algumas pressões no sentido da baixa também se fizeram sentir nas moedas de alguns Estados-Membros que não pertencem à área do euro. As tensões foram também especialmente salientes relativamente a algumas das moedas e rendibilidades de obrigações dos Estados-Membros que não pertencem à área do euro, que adotaram regimes flexíveis de taxa de câmbio num quadro de maior volatilidade dos fluxos de capitais[12].

As condições do mercado financeiro melhoraram substancialmente na sequência das medidas de apoio das autoridades públicas, em dissociação das perspetivas da economia real. Os mercados de ações e obrigações recuperaram num contexto de redução dos prémios de risco. Os mercados cambiais estabilizaram, bem como os mercados de produtos de base. As perdas acumuladas na sequência do surto de COVID-19 foram substancialmente reduzidas e a volatilidade dos mercados foi contida. Num contexto de intervenções maciças, atempadas e credíveis por parte das autoridades públicas, os mercados financeiros parecem ter-se dissociado das perspetivas de economia real, que ainda estão rodeadas por riscos substanciais no sentido da baixa (Gráfico 2)[13].

[12] Ver também *Financial Stability Review* de maio de 2020 do BCE; Relatório Económico Anual de junho de 2020 do Banco de Pagamentos Internacionais; e *Global Financial Stability Report* de abril de 2020 do Fundo Monetário Internacional, atualizado em junho e outubro de 2020.

[13] O indicador de sentimento económico da Comissão, apesar da recuperação, ainda se encontra abaixo da sua média desde a retoma de 2013, enquanto o principal índice de preços das ações da área do euro recuperou para

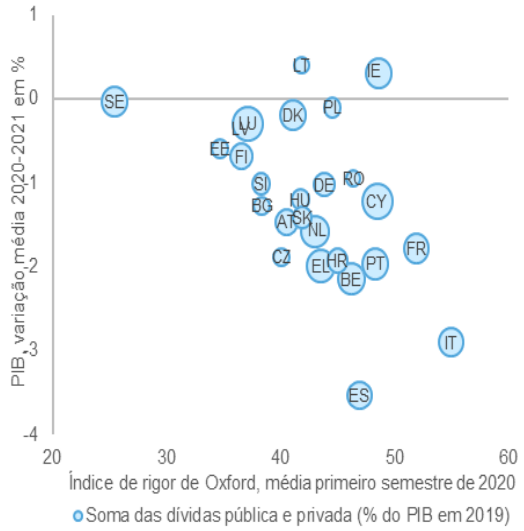
Existe um elevado grau de incerteza quanto às perspetivas económicas relacionadas com a evolução da pandemia, bem como às respostas políticas e às mudanças comportamentais por parte dos agentes económicos. Os efeitos das recessões da primavera de 2020 ainda não se materializaram totalmente no que se refere às implicações para o emprego, as falências e os balanços dos bancos. A evolução atual da segunda vaga da pandemia está a afetar as perspetivas de crescimento devido à introdução de novas medidas de confinamento. Prevê-se que estas medidas venham a afetar a atividade económica e o clima de confiança no curto prazo, com efeitos negativos no consumo e no investimento, embora em menor medida do que na primavera, uma vez que a abordagem até à data tem sido mais direcionada. Por conseguinte, após uma forte retoma no terceiro trimestre, o crescimento do PIB da UE deverá estagnar no quarto trimestre de 2020. Além disso, podem voltar a emergir tensões comerciais e geopolíticas. A orientação de apoio à economia seguida pelas autoridades orçamentais e monetárias tem sido, até à data, considerada credível pelos mercados financeiros, e uma retirada prematura das medidas políticas constituiria um risco. Não é de excluir uma nova avaliação dos riscos e eventuais novos episódios de tensão financeira especialmente em países que combinam um elevado nível de endividamento, fracas posições externas e grandes necessidades de financiamento que não possam ser integralmente financiadas a nível nacional. Num plano positivo, os progressos mais rápidos no controlo da pandemia e a aplicação de políticas ambiciosas e coordenadas na UE poderão permitir uma recuperação mais célere.

A atual evolução da economia tem implicações para os desequilíbrios macroeconómicos. Os rácios dívida pública e privada/PIB estão a aumentar na maioria dos Estados-Membros. Isto é devido à consequência mecânica das recessões que reduz o denominador dos rácios dívida/PIB e ao aumento da contração de empréstimos pelos setores público e empresarial para amortecer o impacto da crise da COVID-19. Em última análise, o agravamento das perspetivas da dívida pública e privada constitui um risco suscetível de afetar os balanços do setor financeiro, que também serão diretamente afetados pelo choque provocado pela COVID-19 em termos de rentabilidade reduzida. Ao mesmo tempo, é provável que as tendências observadas em vários Estados-Membros no que respeita à deterioração da competitividade em termos de custos e preços e ao forte crescimento dos preços da habitação venham a ser interrompidas. Isto suscita, porém, questões sobre as implicações de uma inversão desses padrões. Em especial, uma evolução fraca ou negativa dos rendimentos do trabalho pode implicar uma redução da capacidade de reembolso das famílias, ao passo que as correções em baixa dos preços da habitação, especialmente se se verificarem em países com elevados níveis de endividamento das famílias e de forma desordenada, podem afetar os balanços dos bancos por reduzir os valores das garantias.

---

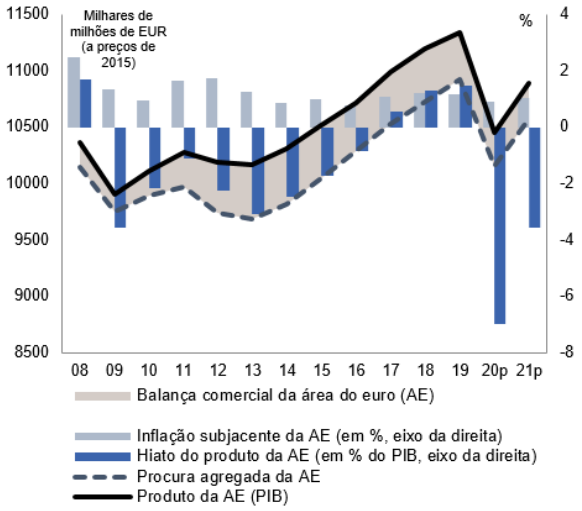
valores em geral consentâneos com a sua média para o mesmo período pós-2013. Ver também *Global Financial Stability Report* do Fundo Monetário Internacional, atualizado em junho e outubro de 2020.

Gráfico 3: Recessões, índice de rigor de Oxford e níveis de dívida pré-COVID-19



Fonte: Eurostat, previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020 e rastreador Oxford de respostas dos governos à COVID-19

Gráfico 4: Produto, procura interna, exportações líquidas e inflação subjacente da área do euro



Fonte: Previsões económicas da Comissão Europeia e AMECO do outono de 2020.

Nota: embora a diferença entre o PIB e a procura interna seja, por definição, igual ao saldo da balança comercial, os dados não estão totalmente alinhados devido a discrepâncias na comunicação de dados dentro da área do euro.

O choque provocado pela COVID-19 parece agravar os desequilíbrios existentes na área do euro[14]. Embora o nível da dívida não pareça ter sido um fator que agravou significativamente as recessões pós-COVID, a maioria dos países que foram mais duramente atingidos pela pandemia da COVID-19 e que tiveram de pôr em prática medidas de confinamento caracteriza-se por *stocks* relativamente importantes de dívida pública ou privada (Gráfico 3)[15]. Isto implica que, devido a recessões relativamente fortes, os rácios dívida/PIB estão a aumentar, especialmente nos países em que os *stocks* de dívida já eram comparativamente elevados[16]. Alguns dos países devedores líquidos que

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

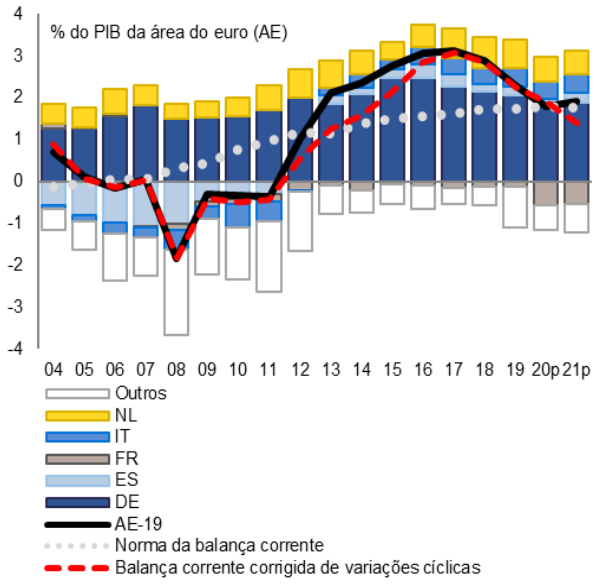
[15] O índice de rigor de Oxford indicado no gráfico 3 agrega oito medidas de confinamento e uma componente de saúde. Ver T. Hale et al. (2020), «Variation in government responses to COVID-19». BSG, documento de trabalho 32 (versão 8.0), Blavatnik School of Government, Universidade de Oxford, outubro.

[16] Tendo em conta a gravidade do confinamento, a qualidade das instituições e a dependência do turismo, o impacto da dívida pública não se afigura significativo ao se analisar um conjunto de fatores determinantes das dimensões das recessões pós-COVID. Esta conclusão apoia o ponto de vista de que as intervenções das autoridades monetárias em apoio dos mercados obrigacionistas foram eficazes para evitar que as tensões nesses mercados agravassem as recessões. Ver A. Sapir, «Por que razão a COVID-19 atingiu diferentes economias da União Europeia de forma tão díspar?» (*Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?*), Policy Contribution Issue n.º 18 de setembro de 2020.

foram duramente atingidos pela pandemia também se caracterizam por uma percentagem relativamente elevada de receitas do turismo (por exemplo, Chipre, Grécia, Portugal, Espanha), estando assim particularmente expostos à crise da COVID-19, com implicações também para os seus saldos externos. Em suma, a crise da COVID-19 parece estar a acentuar os atuais padrões na área do euro relativamente às divergências económicas e ao endividamento interno e externo.

Tendo em conta a queda maciça da procura agregada, prevê-se que cesse a redução gradual do excedente da balança comercial da área do euro. O excedente comercial da área do euro tem vindo a diminuir desde 2017, prevendo-se que se mantenha globalmente estável em 2020 e 2021. A queda do PIB em 2020 e a sua recuperação em 2021 deverão estar, em geral, em consonância com a evolução da procura interna. Do mesmo modo, prevê-se que a dinâmica das importações da área do euro esteja estreitamente alinhada com a das exportações. Por conseguinte, não se prevê que o excedente comercial da área do euro se reduza mais no contexto da deterioração do hiato do produto em 2020, que deverá ser superior à observada em 2009 após a crise financeira. Paralelamente, prevê-se que a inflação subjacente se mantenha moderada (Gráfico 4).

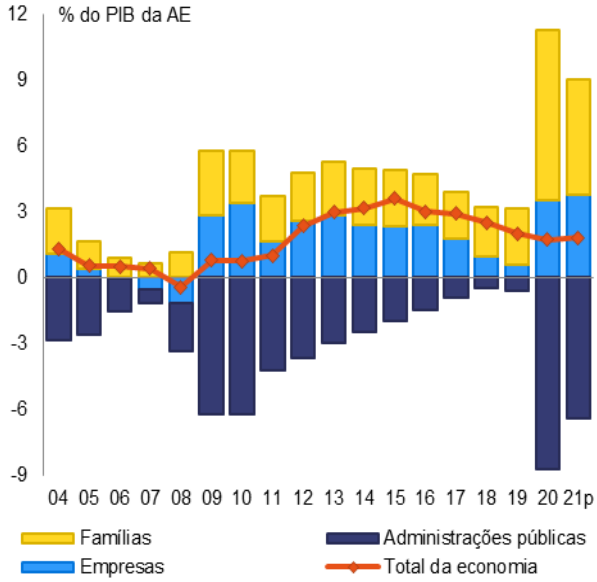
Gráfico 5: Evolução da balança corrente da área do euro: repartição por países



Fonte: Eurostat, Balança de Pagamentos e previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.

Nota: A balança corrente da área do euro a 19 para os anos de 2020 e 2021 corresponde ao valor ajustado das previsões da Comissão Europeia do outono de 2020, que tem em conta as discrepâncias a nível das informações na área do euro fornecidas pelas diferentes autoridades estatísticas nacionais (ver nota de rodapé 17).

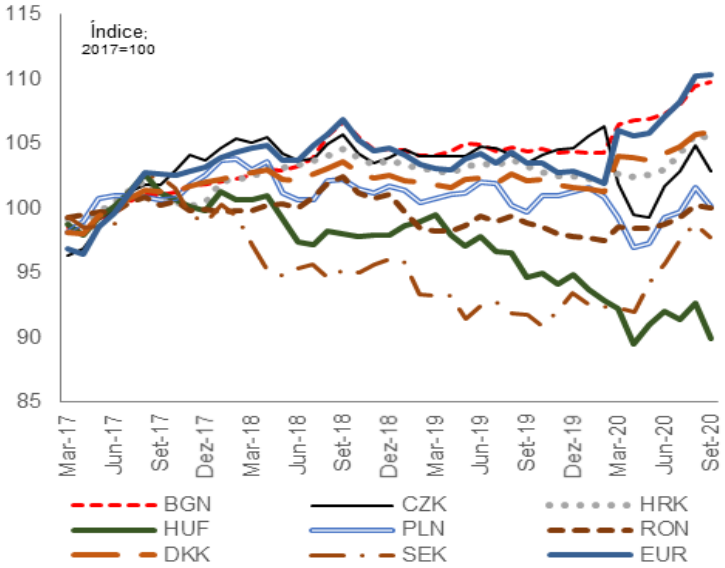
Gráfico 6: Capacidade/necessidade líquida de financiamento da área do euro



Fonte: AMECO, Eurostat, Previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.

Nota: Os dados económicos totais da área do euro a 19 para 2020 e 2021 correspondem aos valores ajustados das previsões da Comissão Europeia do outono de 2020. Em relação aos anos anteriores, os dados económicos totais da área do euro a 19 correspondem à capacidade/necessidade líquida de financiamento constante dos dados da balança de pagamentos do Eurostat. Os dados relativos aos agregados familiares e às empresas para 2020 e 2021 são calculados como a soma dos países da área do euro a 19, com exceção de Malta, para o qual não existem dados.

Gráfico 7: Taxas de câmbio efetivas nominais (TCEN)



Fonte: BCE

O excedente da balança corrente da área do euro, em percentagem do PIB, diminuiu desde 2017, prevendo-se que continue a diminuir em 2020. A balança corrente da área do euro aumentou até 2017 num contexto de desendividamento generalizado e, desde então, registou uma redução. Em 2019, o saldo da balança corrente da área do euro está estimado em 2,3 % do PIB (Gráfico 5)[17]. Embora, em 2017 e 2018, a redução do excedente da balança corrente estivesse principalmente associada à evolução da balança comercial de mercadorias, devido nomeadamente a tensões a nível da política comercial e a uma fatura energética mais cara, em 2019 a redução deveu-se, em grande medida, à balança dos serviços. No entanto, o excedente da balança corrente da área do euro de 2019 continuou a ser o maior em termos nominais a nível mundial. O seu valor, mesmo quando ajustado pelo ciclo, foi ligeiramente superior à norma da balança corrente, de acordo com os parâmetros económicos fundamentais estimados em 2 % do PIB da área do euro[18]. Num cenário de políticas inalteradas, prevê-se que o excedente da balança corrente da área do euro volte a diminuir para 1,8 % do PIB em 2020 e aumente seguidamente para 1,9 % do PIB em 2021, de acordo com as previsões da Comissão Europeia do outono de 2020, ficando assim abaixo da atual estimativa da norma da balança corrente. A redução prevista do excedente da área do euro deve-se, em parte, a uma redução da fatura energética; a valorização substancial do euro que começou no início de 2020 (Gráfico 7) implicará também uma redução futura da balança corrente.

[17] Os valores da balança corrente da área do euro mencionados e utilizados neste âmbito referem-se ao saldo da balança corrente «corrigido» comunicado em relação ao resto do mundo (estatísticas da balança de pagamentos da área do euro), o que é coerente com os dados transmitidos pelos Estados-Membros quanto às balanças correntes relativamente aos parceiros fora da área do euro (no âmbito do chamado «conceito comunitário»). Este valor pode diferir da soma dos saldos da balança corrente nominal dos Estados-Membros, devido a assimetrias nos saldos intra-área do euro comunicados pelos diferentes institutos nacionais de estatística.

[18] O FMI (Relatório do Setor Externo de 2020) sugere que a norma da balança corrente da área do euro corresponde a cerca de 1,4 % do PIB.

A repartição geográfica do excedente da balança corrente da área do euro mantém-se estável, enquanto as principais alterações estão em curso no que diz respeito à contribuição dos diferentes setores da economia. O excedente da área do euro reflete ainda principalmente os grandes excedentes registados na Alemanha e nos Países Baixos (embora em queda contínua), cujos saldos externos combinados representaram 2,7 % do PIB da área do euro em 2019[19]. Prevê-se que os saldos das balanças correntes da área do euro apresentem uma certa estabilidade em todos os países também em 2020 e 2021 (Gráfico 5). A estabilidade dos valores da balança corrente esconde, contudo, alterações consideráveis nas capacidades líquidas de financiamento em todos os setores da economia, uma vez que o grande aumento da capacidade líquida de financiamento do setor privado é quase totalmente compensado por uma deterioração da do setor público (Gráfico 6). Este padrão, observado para a área do euro no seu conjunto, também é válido a nível nacional. Em 2020, o grande aumento das poupanças das famílias está, em grande medida, associado às medidas de confinamento e à dinâmica moderada do consumo de serviços que permitem escasso distanciamento físico, assim como às poupanças realizadas a título de precaução para enfrentar o maior clima de incerteza. O aumento da capacidade líquida de financiamento das empresas está parcialmente associado a uma diminuição do investimento e, em parte, ao aumento das poupanças realizadas a título de precaução. As receitas públicas em queda e as medidas orçamentais adotadas para atenuar o impacto da pandemia de COVID-19 nos rendimentos traduzem-se numa deterioração substancial da capacidade líquida de financiamento do setor público. Padrões semelhantes, embora menos acentuados, estão previstos para 2021.

No futuro, a fim de se fazer face aos riscos macroeconómicos crescentes, é necessária uma aplicação eficaz das medidas de apoio da UE.

- A atual crise é fundamentalmente diferente da crise financeira de 2008. Embora esta última fosse, em grande medida, o resultado da correção de desequilíbrios insustentáveis (excesso de endividamento do setor financeiro, bolhas imobiliárias, grandes e crescentes défices externos, e dívidas públicas em crescimento em períodos de conjuntura favorável), a crise da COVID-19 é o resultado de choques para a economia decorrentes das restrições decididas pelos governos e da alteração dos padrões de comportamento relacionados com as preocupações com a saúde. Estes choques ocorrem num contexto em que, graças às recentes condições económicas favoráveis, a maior parte das posições externas evoluíram para uma situação de equilíbrio ou excedentária, o desendividamento do setor financeiro criou reservas de capital sólidas no setor bancário ao longo dos últimos anos, o desendividamento do setor privado levou o rácio dívida/PIB para níveis muito abaixo dos picos observados antes da crise financeira de 2008, e os rácios dívida pública/PIB iniciaram uma trajetória descendente na maioria dos Estados-Membros da área do euro.
- No futuro, as perspetivas de reembolso das dívidas dependem crucialmente da garantia de recuperação económica e de reforço dos parâmetros económicos fundamentais, o que requer uma orientação das políticas de apoio à economia ao longo de 2021. É crucial uma retoma sustentável para o setor público em termos de dinâmica das receitas públicas, para o setor financeiro e o setor empresarial não financeiro, com uma capacidade de reembolso dependente da rendibilidade, e para as famílias, com perspetivas de sustentabilidade da dívida hipotecária em função da dinâmica do emprego e do rendimento.

[19] A soma dos excedentes registados na Alemanha e nos Países Baixos é superior ao excedente da área do euro, uma vez que alguns países registaram défices em 2019; ver também a nota 17.

- Uma utilização eficaz dos instrumentos disponíveis implementados a nível da área do euro e da UE, juntamente com a execução efetiva das reformas e investimentos necessários, ajudará a promover uma retoma duradoura e a reforçar a resiliência. Será crucial que o financiamento da UE seja totalmente absorvido e canalizado para as utilizações mais produtivas. Isto reforçará o impacto económico dos fundos e evitará o risco de esse aumento das despesas num curto período de tempo alimentar um crescimento excessivo das atividades não transacionáveis e dos desequilíbrios externos nos países onde as entradas de capitais representam uma grande percentagem do PIB.
- No futuro, é importante que as medidas de apoio à economia, as reformas e os investimentos realizados em toda a área do euro sejam coordenados de modo a corrigir eficazmente os desequilíbrios macroeconómicos, em especial quando são excessivos.

3. DESEQUILÍBRIOS, RISCOS E AJUSTAMENTO: PRINCIPAIS EVOLUÇÕES NOS DIFERENTES PAÍSES

O RMA assenta numa interpretação económica dos indicadores do painel de avaliação do PDM, que constitui um dispositivo de filtragem para detetar indícios aparentes de eventuais riscos e vulnerabilidades. O painel de avaliação inclui 14 indicadores com limiares indicativos relativos aos domínios seguintes: posições externas, competitividade, dívida privada e pública, mercados imobiliários, setor bancário e emprego. Baseia-se em dados reais de boa qualidade estatística, a fim de garantir a estabilidade dos dados e a sua coerência entre os diferentes países. De acordo com o Regulamento PDM (Regulamento (UE) n.º 1176/2011), os valores do painel de avaliação não devem ser interpretados mecanicamente no quadro das avaliações incluídas no RMA, devendo antes ser objeto de uma interpretação económica que permita uma compreensão mais profunda do contexto económico no seu conjunto e a consideração das circunstâncias específicas de cada país[20]. Um conjunto de 28 indicadores auxiliares complementa a interpretação do painel de avaliação.

Comparativamente aos anteriores RMA, o presente relatório recorre numa maior medida às previsões e aos dados de alta frequência para avaliar também as implicações da crise da COVID-19 num contexto de grande incerteza. Estas implicações não podem ser deduzidas do painel de avaliação oficial do RMA, uma vez que apenas reflete dados até 2019. Os valores das variáveis do painel de avaliação e outras variáveis relevantes para a análise do PDM para 2020 e 2021 foram, por conseguinte, estimados utilizando os dados previsionais da Comissão e as previsões a muito curto prazo baseadas nos dados infra-anuais (ver caixa 1 para mais pormenores por variável do painel de avaliação). Embora este exercício pareça necessário para avaliar os desenvolvimentos em curso, é igualmente necessário ter presente a incerteza substancial subjacente a essas previsões. Na avaliação do RMA, tal como nos anos anteriores, também são tidas em conta as ilações dos quadros de avaliação, bem como as conclusões das atuais apreciações aprofundadas e das análises relevantes. A análise da Comissão continua a estar sujeita aos princípios de transparência no que se refere à análise e aos dados utilizados, e de prudência nas conclusões, tendo em conta as advertências relacionadas com a qualidade dos dados.

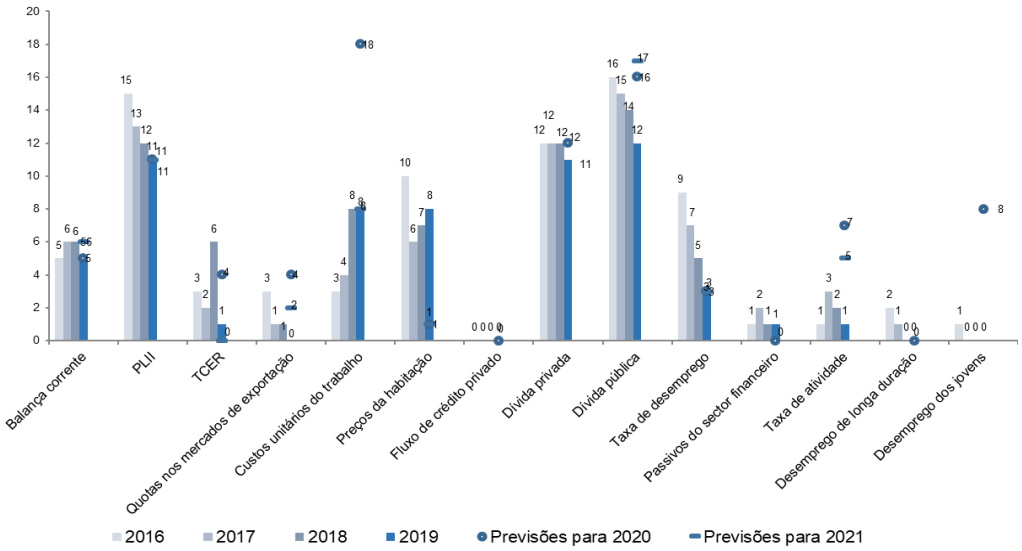
Os dados do painel de avaliação sugerem que a recente correção dos desequilíbrios em termos de *stocks* será interrompida, ao mesmo tempo que se prevê que os riscos de sobreaquecimento

[20] 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», European Economy, Documento Institucional 039 de novembro de 2016.

observados nos últimos anos diminuam com a crise. A contagem dos valores para além dos limiares do painel de avaliação do RMA ao longo dos anos revela alguns padrões como apresentado seguidamente (Gráfico 8).

- A expansão económica com início em 2013 contribuiu para reduzir os rácios dívida pública e privada/PIB, graças aos efeitos favoráveis a nível do denominador. Tal reflete-se no número decrescente de países que apresentaram rácios da dívida que ultrapassavam os limiares até 2019. A crise da COVID-19 parece pôr termo a esta tendência.
- Após a correção dos grandes défices da balança corrente da década de 2000, a última década foi marcada pela acumulação de elevados excedentes da balança corrente em algumas economias, que diminuíram nos últimos anos. A crise da COVID não deverá alterar fundamentalmente o ajustamento externo, uma vez que se prevê que o seu impacto nas contas externas seja limitado, dado que o número de países que excedem os limiares para os saldos das contas correntes e as PLII é apenas marginalmente afetado.
- O rápido crescimento dos custos unitários do trabalho e dos preços da habitação conduziu a mais interpretações, para além dos limiares pertinentes nos últimos anos. Estas pressões de sobreaquecimento que se manifestaram nos países em rápido crescimento deverão ser eliminadas gradualmente com a crise da COVID. Isto é mais visível ao nível dos preços da habitação, para cujo crescimento se prevê uma diminuição e menos casos correm o risco de ultrapassar o limiar. O crescimento dos custos unitários do trabalho pode também diminuir, mas apenas após um aumento temporário mas acentuado em 2020, com mais de metade dos Estados-Membros em risco de ultrapassar o limiar. Esta situação reflete o efeito mecânico de uma produtividade visivelmente inferior, devido à atividade fortemente reduzida e a um nível de emprego menos afetado. Prevê-se que as taxas de câmbio efetivas reais (TCER) excedam os limiares, devido em grande medida à evolução nominal das taxas de câmbio.

Gráfico 8: Número de Estados-Membros cujos indicadores do painel de avaliação se situam além dos limiares



Fonte: Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão (ver também a caixa 1)
Nota: o número de países cujos indicadores do painel de avaliação se situam além dos limiares baseia-se na versão do painel de avaliação publicada com o respetivo RMA anual. As eventuais revisões *ex post* dos dados podem implicar uma diferença no número de 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. Para as abordagens seguidas para as previsões dos indicadores do painel de avaliação nos anos de 2020 e 2021, ver a caixa 1. As previsões relativas aos seguintes indicadores são realizadas apenas para 2020: fluxo de crédito privado, dívida privada, passivos do setor financeiro, desemprego de longa duração, desemprego dos jovens.

Caixa 1: Previsões a muito curto prazo dos principais 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 e projeções para 2020 e 2021 e nas previsões a muito curto prazo para o ano em curso. Sempre que disponíveis, estes dados baseiam-se nas previsões da Comissão do outono de 2020. De outro modo, os dados correspondem a previsões a muito curto prazo baseadas em indicadores de substituição, elaboradas pelos serviços da Comissão especificamente para efeitos do presente RMA.

O quadro que se segue resume os pressupostos utilizados para as previsões e os dados em que se baseiam as previsões a muito curto prazo dos principais indicadores do painel de avaliação. Note-se que os valores do PIB utilizados como denominadores em alguns rácios proveem das previsões da Comissão do outono.

No caso de taxas de variação plurianuais (como a variação quinquenal das quotas de mercado das exportações), apenas as componentes de 2020 e 2021 se baseiam em previsões, ao passo que as componentes relacionadas com 2019 ou anos anteriores utilizam os dados do Eurostat subjacentes ao painel de avaliação do PDM.

Quadro: Abordagens das previsões e previsões a muito curto prazo para os indicadores principais do painel de avaliação do PDM

Indicador	Abordagem	Fontes dos dados
Saldo da balança corrente, em % do PIB (média de 3 anos)	Valores das previsões da Comissão do outono do saldo da balança corrente (conceito da balança de pagamentos)	AMECO
Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	As previsões da Comissão do outono relativas ao total da capacidade/necessidade líquida de financiamento da economia produzem a variação da PLII que reflete as transações; outros efeitos (por exemplo, variações da valorização) são tidos em conta até ao segundo trimestre de 2020, sendo posteriormente considerados nulos.	AMECO, Eurostat
Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator do IHPC (variação percentual de um período de três anos)	Valores das previsões da Comissão do outono	AMECO
Quota de mercado das exportações - % das exportações mundiais (variação percentual de um período de cinco anos)	Os dados baseiam-se nas previsões da Comissão i) das exportações nominais de bens e serviços para os Estados-Membros da UE (conceito de contas nacionais), e ii) das previsões 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 do trabalho nominal, 2010 = 100 (variação percentual de um período de três anos)	Valores das previsões da Comissão do outono	AMECO
Índice de preços da habitação (2015 = 100), deflacionado (variação percentual de um período de um ano)	Previsões calculadas com base num modelo de avaliação da habitação partilhadas com os Estados-Membros no contexto do Grupo de Trabalho LIME do Comité de Política Económica. As previsões representam variações percentuais efetivas dos preços da habitação com base nos parâmetros económicos fundamentais (população, previsão do rendimento disponível, parque habitacional, taxa de juro de longo prazo e deflacionador das despesas privadas de consumo final), bem como a correção de erros que resume o ajustamento dos preços no sentido da sua relação de longo prazo com os parâmetros fundamentais.	Eurostat, serviços da Comissão

Fluxo de crédito do setor privado, consolidado (% do PIB)	O valor para 2020 representa um valor de substituição dos fluxos de crédito entre o primeiro e o terceiro trimestres de 2020, utilizando dados consolidados das contas setoriais trimestrais do BCE para o primeiro e o segundo trimestres de 2020, mais os valores de substituição para algumas componentes do fluxo de crédito do terceiro trimestre de 2020. Estes últimos utilizam os fluxos de empréstimos das instituições financeiras monetárias das rubricas do balanço do BCE para o setor privado para prever as componentes de empréstimos bancários do terceiro trimestre de 2020, e a emissão de títulos de dívida nominal SEC do BCE para prever a emissão de obrigações do terceiro trimestre de 2020.	BCE (QSA - contas trimestrais do setor financeiro e não financeiro, BSI - rubricas do balanço, SEC - valores mobiliários)
Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	O valor para a dívida do setor privado de 2020 no final do terceiro trimestre de 2020. Utiliza dados consolidados das contas setoriais trimestrais do BCE para o segundo trimestre de 2020. Este valor foi previsto para o terceiro trimestre de 2020, utilizando dados relativos aos empréstimos bancários (com base nas rubricas do balanço do BCE) e os dados relativos a passivos relativos a obrigações (com base nos dados dos valores mobiliários do BCE).	BCE (QSA - contas trimestrais do setor financeiro e não financeiro, BSI - rubricas do balanço, SEC - valores mobiliários)
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	Valores das previsões da Comissão do outono	AMECO
Taxa de desemprego (média de 3 anos)	Valores das previsões da Comissão do outono	AMECO
Total do passivo do setor financeiro, não consolidado (variação percentual de um período de um ano)	O valor de 2020 representa o crescimento do passivo relativo às instituições financeiras monetárias do BCE até setembro de 2020.	BCE (rubricas do balanço)
Taxa de atividade - % da população total com idade entre 15-64 anos (variação de um período de 3 anos em pontos percentuais)	As taxas de variação de 2020 e 2021 baseiam-se nas previsões da Comissão do outono relativas à variação da mão de obra total (todas as idades) menos as previsões da Comissão do outono relativas à evolução da população (grupo etário dos 15-64 anos).	AMECO
Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15-74 anos (variação de um período de 3 anos em pontos percentuais)	As previsões a muito curto prazo para 2020 baseiam-se nos dados mais recentes (primeiro e segundo trimestres de 2020, pressupondo uma taxa constante para o resto do ano)	Eurostat (IFT)
Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15-24 anos (variação de um período de 3 anos em pontos percentuais)	As previsões a muito curto prazo para 2020 baseiam-se nos dados mais recentes (janeiro a setembro de 2020, pressupondo uma taxa constante para o resto do ano)	Eurostat (IFT)

3.1 Setor externo e competitividade

Em geral, a balança corrente manteve-se bastante estável em 2019. Após uma tendência geral para o debilitamento das posições da balança corrente em 2018 devido à diminuição da procura mundial de exportações e ao aumento dos preços do petróleo, as variações da balança corrente entre 2018 e 2019 não revelaram um padrão claro e permaneceram relativamente contidas (Gráfico 10). Em 2019, registaram-se melhorias notáveis na Bulgária, na Dinamarca e na Lituânia, enquanto a balança corrente de Chipre passou para níveis ainda mais negativos. Alguns grandes excedentes diminuíram ligeiramente, incluindo na Alemanha e nos Países Baixos.

- **Dois Estados-Membros registaram em 2019 défices da balança corrente além do limiar inferior do painel de avaliação do PDM.** O grande défice de Chipre continuou a deteriorar-se em 2019, tendo assim a média de 3 anos permanecido abaixo do limiar do PDM e abaixo da respetiva norma da balança corrente e do nível necessário para colocar a PLII em níveis prudenciais nos próximos 10 anos[21]. Na sequência de um ligeiro agravamento da balança corrente da Roménia, a sua média de 3 anos atingiu o limiar do PDM em 2019, e essa situação também é visivelmente pior do que a respetiva norma.

- **Em 2019, na maioria dos Estados-Membros, os défices da balança corrente estavam acima dos níveis de referência específicos de cada país, com algumas exceções notáveis** (Gráfico 9).[22] A maior parte das balanças correntes corrigidas das variações cíclicas estavam perto ou acima dos saldos nominais, refletindo o impacto negativo de um ciclo económico de desaceleração[23]. Os saldos das balanças correntes de Chipre e da Roménia são inferiores à respetiva norma da balança corrente decorrente dos parâmetros económicos fundamentais. Os défices de Chipre, da Grécia e de Portugal são inferiores ao nível necessário para assegurar a convergência da PLII para um nível prudente[24].

- **Três países da UE continuaram a registar excedentes da balança corrente superiores ao limiar superior do painel de avaliação do PDM e aos níveis de referência específicos de cada país.** Foi este o caso da Dinamarca, da Alemanha e dos Países Baixos durante quase uma década. Embora a Dinamarca tenha aumentado o seu excedente em 2019, os saldos da Alemanha e dos Países Baixos continuaram a diminuir gradualmente. Nos Países Baixos, os saldos da balança corrente são também influenciados pelas atividades das empresas multinacionais com impacto tanto na balança comercial como na de rendimentos.

As previsões apontam para uma certa estabilidade das interpretações da balança corrente também em 2020 e 2021, mas com alterações importantes no que diz respeito à contribuição dos diferentes setores da economia para a posição externa. A crise da COVID-19 está a provocar uma grande diminuição das exportações e das importações, em proporções praticamente semelhantes. Embora a posição líquida agregada de financiamento dos países da UE não esteja a mudar muito, estão a ocorrer alterações significativas que dizem respeito à posição líquida de financiamento dos diferentes

[21] Para as metodologias relativas aos limiares prudenciais específicos de cada país para a PLII, ver a nota de rodapé 25.

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

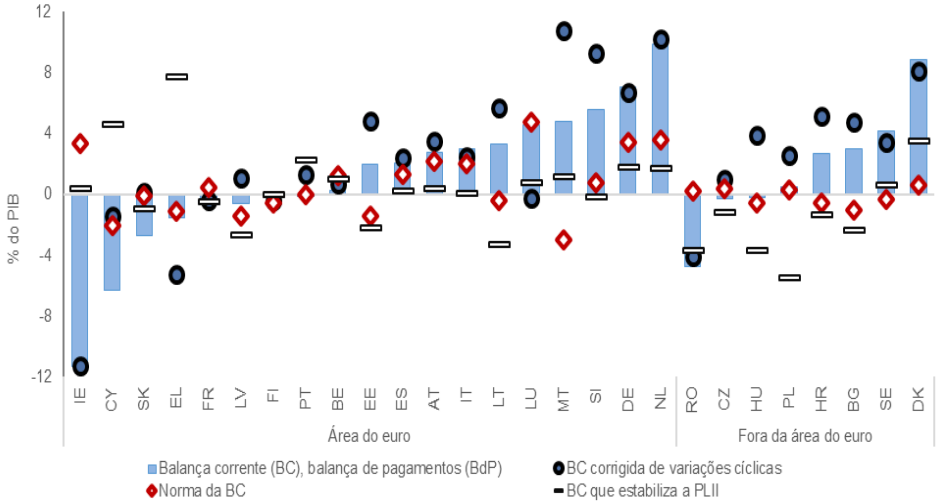
[23] Os saldos das balanças correntes corrigidos de variações cíclicas têm em conta o impacto do ciclo, ajustando os valores em função do hiato do produto nacional e do hiato nos países que são parceiros comerciais, ver: M. Salto e A. Turrini (2010), *Comparing alternative methodologies for real exchange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

[24] O grande défice registado pela Irlanda em 2019 deve-se a efeitos pontuais associados às atividades das empresas multinacionais. A diferença entre os saldos atuais da balança corrente e os que seriam necessários para estabilizar a PLII depende essencialmente do prazo que é tido em conta. A título de exemplo, o saldo da balança corrente necessário para estabilizar a PLII da Grécia acima do limiar prudencial do PIB num horizonte de 20 anos seria um excedente de 1,7 % do PIB, em oposição a um excedente de 7,7 % do PIB para um horizonte de 10 anos.

setores da economia. Em 2020, a situação das contas públicas registou uma deterioração substancial em resultado das medidas de apoio dos governos para atenuar a recessão acentuada, em compensação das poupanças líquidas mais elevadas das famílias e das empresas (Gráfico 11).

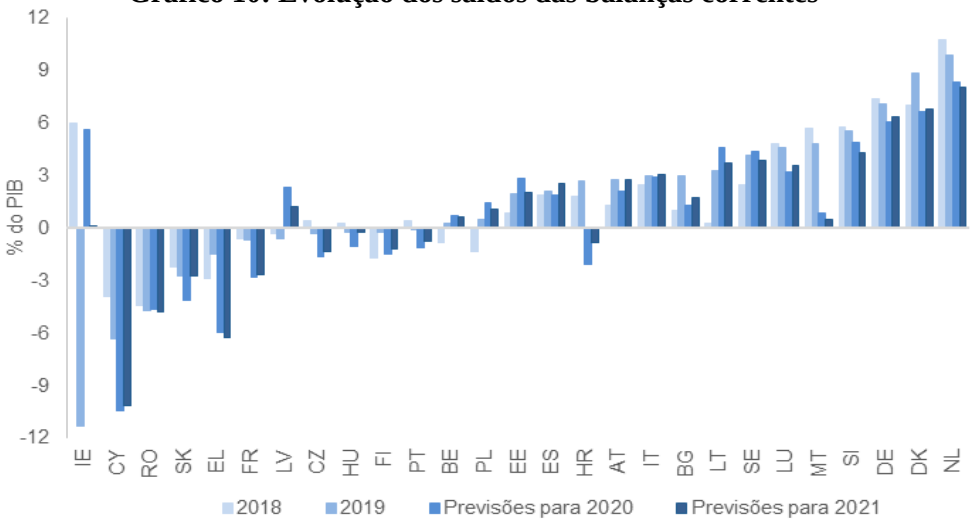
- **Deverão deteriorar-se os dados das balanças correntes de alguns países que são devedores líquidos com forte dependência da exportação de serviços turísticos.** É o caso, nomeadamente, da Croácia, de Chipre, da Grécia e de Malta.
- **Os grandes excedentes diminuirão em 2020**, com reduções substanciais verificadas na Alemanha e nos Países Baixos em 2020 e 2021 em conjunto.

Gráfico 9: Saldos da balança corrente e valores de referência em 2019



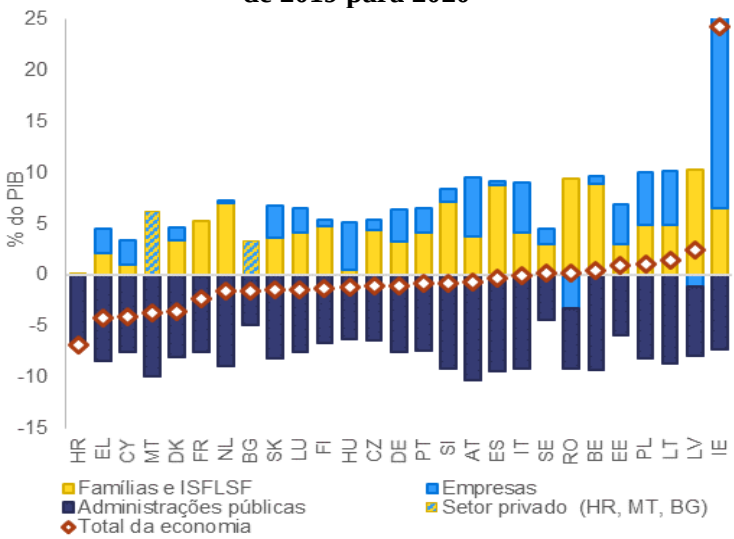
Fonte: Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão.
Nota: os países são classificados em função do seu saldo da balança corrente em 2019. Saldos da balança corrente corrigidos de variações cíclicas: ver a nota de rodapé 23. Normas da balança corrente: ver a nota de rodapé 22. O nível de referência da 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 ou, se a PLII atual estiver abaixo do limiar prudencial específico para o país, a situação da balança corrente necessária para atingir o limiar prudencial da PLII durante os próximos 10 anos.

Gráfico 10: Evolução dos saldos das balanças correntes



Fonte: Eurostat, previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020 e cálculos dos serviços da Comissão.
Nota: os países são apresentados por ordem crescente do saldo da balança corrente em 2019.

Gráfico 11: Variação da capacidade/necessidade líquida de financiamento por setor, de 2019 para 2020



Fonte: Previsões económicas da Comissão Europeia e AMECO do outono de 2020.
Nota: uma parte da variação da capacidade líquida de financiamento do setor empresarial na Irlanda está fora da escala do gráfico acima.

As PLII continuaram a melhorar na maioria dos Estados-Membros, mas subsistem grandes volumes de passivos externos e a crise pode agravar alguns desses encargos. As melhorias da PLII continuaram em 2019 na maioria dos países da UE, impulsionadas pelos resultados das balanças correntes superiores aos limiares necessários para a estabilização da PLII, pelo crescimento nominal do PIB e, por vezes, por grandes efeitos de valorização positivos. As PLII continuam, contudo, a ser importantes e negativas em muitos países da UE. Em 2019, 11 Estados-Membros registaram PLII para além do limiar do painel de avaliação (-35 % do PIB), menos um do que em 2018. Nesses países, os valores são inferiores aos que podem ser justificados pelos parâmetros fundamentais (normas da PLII) e, na maioria dos casos, também abaixo dos respetivos limiares prudenciais (Gráfico 12).[25] A crise está a travar a melhoria dos rácios PLII/PIB mais negativos.

- Alguns países da área do euro continuam com **PLII muito negativas** (abaixo de -100 % do PIB), nomeadamente Chipre, Grécia, Irlanda e Portugal. Nestes quatro países, as PLII estão bastante abaixo das normas das PLII e dos limiares prudenciais. Na Irlanda, bem como em Chipre, os níveis da PLII refletem, em grande medida, as relações financeiras transfronteiras das empresas multinacionais e a grande importância das entidades de finalidade especial. Estes quatro países, juntamente com Espanha, apresentam um forte efeito dos passivos correspondentes a dívidas nas respetivas PLII, tal como indicado pela muito negativa PLII com exclusão dos instrumentos não

[25] As PLII correspondentes aos parâmetros económicos fundamentais (normas da PLII) são calculadas como a acumulação, ao longo do tempo, das normas da balança corrente (ver igualmente a nota de rodapé 22). Os limiares prudenciais para as 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*. No respeitante à metodologia de cálculo dos volumes da PLII correspondentes aos parâmetros económicos fundamentais, ver: A. Turrini e S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions», European Economy, Documento de Discussão 97/2019.

passíveis de incumprimento (NENDI - *NIIP excluding non-defaultable instruments*)[26]. Na Grécia, a elevada dívida pública externa, contraída muitas vezes em condições altamente favoráveis, representa a maior parte da PLII[27]. Em 2020, a forte diminuição esperada do PIB deverá ter um certo efeito negativo no seu rácio PLII/PIB, que, em muitos casos, se deverá deteriorar.

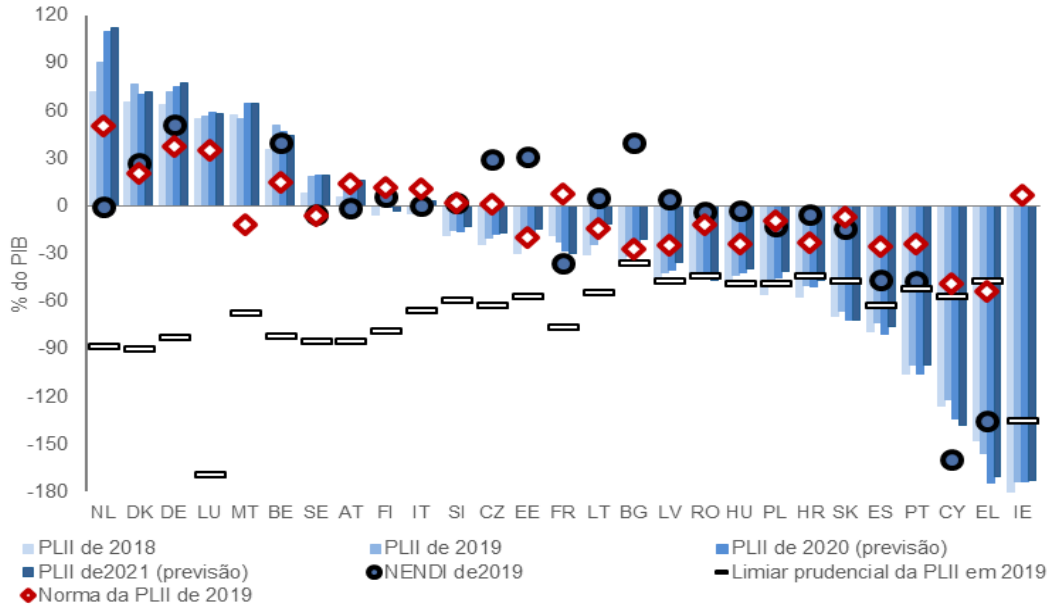
- Em países com **PLII mais moderadamente negativas** para além do limiar do painel de avaliação, as PLII são inferiores ao que se espera com base nos parâmetros económicos fundamentais de cada país, mas por vezes próximas ou melhores do que os limiares prudenciais. Estes países, nomeadamente a Croácia, a Hungria, a Letónia, a Polónia, a Roménia e a Eslováquia, bem como outros países da Europa Central e Oriental e países bálticos, tendem a ser grandes destinatários líquidos de IDE, pelo que os valores da NENDI são mais favoráveis. As alterações previstas para esses países em 2020 são, na sua maioria, de ligeiras a moderadas.
- A maioria das **grandes PLII positivas** continuou a aumentar em 2019. A Alemanha, a Dinamarca e os Países Baixos registam PLII positivas que ultrapassam 70 % do PIB, com o seu aumento em 2019 apoiado também por importantes efeitos positivos de valorização. As PLII da Bélgica, de Malta e do Luxemburgo excedem 50 % do PIB. Em todos estes casos, os valores das PLII estão claramente acima das respetivas normas, ou seja, muito além do que seria expectável ou justificado com base nos parâmetros económicos fundamentais específicos de cada país.

A crise da COVID-19 foi seguida de tensões externas a nível da contração de financiamento em alguns países não pertencentes à área do euro. No início da crise da COVID-19, ocorreram fugas de capitais e depreciações na maior parte das economias emergentes com taxas de câmbio flutuantes. Os mercados anteciparam eventuais soluções de compromisso por parte das autoridades monetárias entre o apoio às suas economias e a estabilização das suas moedas. Algumas tensões foram igualmente visíveis em algumas das moedas de Estados-Membros não pertencentes à área do euro que adotaram regimes cambiais flexíveis. As depreciações ocorreram especialmente em março e abril, nomeadamente na Hungria, mas a pressão diminuiu e as moedas estabilizaram em maio e, em alguns casos, valorizaram-se nos meses seguintes. Embora as tensões nos mercados financeiros e, por conseguinte, os riscos de financiamento externo pareçam ter diminuído posteriormente, alguns Estados-Membros não pertencentes à área do euro podem permanecer vulneráveis na eventualidade de uma maior aversão ao risco nos mercados financeiros mundiais ou de uma nova volatilidade dos fluxos de capitais. Uma série de condições, incluindo as perspetivas de necessidades de financiamento estrangeiro, incluindo do governo, e a disponibilidade de reservas de divisas, podem desempenhar um papel neste contexto.

[26] A NENDI é um subconjunto da PLII, que exclui os componentes ligados aos capitais próprios, ou seja, o investimento direto estrangeiro (IDE) sob a forma de capitais próprios, bem como o IDE associado a dívida transnacional intra-empresa, representando assim a PLII com exclusão dos instrumentos não passíveis de incumprimento. Ver também a nota técnica da Comissão Europeia intitulada «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard»; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] O agravamento da PLII da Grécia em 2019 está, em grande medida, relacionado com os efeitos negativos da valorização.

Gráfico 12: Posições líquidas de investimento internacional (PLII) para 2018-2021 e valores de referência em 2019



Fonte: Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão (ver também a caixa 1).
Nota: os países estão apresentados por ordem decrescente do rácio PLII/PIB em 2019. A NENDI corresponde à PLII com exclusão dos instrumentos não passíveis de incumprimento. Em relação aos conceitos de norma e de limiar prudencial da PLII, ver a nota de rodapé 25. As NENDI para IE, LU e MT estão fora da escala.

Em 2019, o custo unitário do trabalho (CUT) continuou a crescer com dinamismo em vários países da UE, mas essas tendências estão a diminuir com a crise da COVID-19. O painel de avaliação mostra o indicador de crescimento dos CUT para além do limiar em oito países em 2019, o mesmo número que no ano anterior: Bulgária, Chéquia, Estónia, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Roménia e Eslováquia; com exceção do Luxemburgo, todos eles tinham ultrapassado o limiar já em 2018. Desde 2013, o crescimento do CUT acelerou nos países bálticos e em vários países da Europa Central e Oriental num contexto de forte crescimento económico, de mercados de trabalho sem folga e de escassez de competências.

Prevê-se que a evolução após o surto de COVID-19 seja marcada por um aumento pontual dos CUT em 2020, seguido de uma dinâmica mais moderada. Com a crise da COVID-19, o crescimento dos custos unitários do trabalho deverá aumentar acentuadamente em toda a UE em 2020, uma vez que a produtividade diminui em quase todos os países. No entanto, tal deverá ser parcialmente invertido em 2021; devido à recuperação económica projetada, a produtividade deverá recuperar e conduzir a uma descida significativa ou estagnação dos custos unitários do trabalho num contexto de desaceleração salarial (Gráfico 13, painel superior).

- **O crescimento dos salários continuou a ser o motor mais forte do crescimento do CUT em muitos países em 2019, mas a crise está a conduzir a uma acentuada moderação salarial.** A crise está a pôr termo às pressões de sobreaquecimento observadas até 2019. Prevê-se um crescimento mais moderado dos salários e remunerações na maioria dos países da UE em 2020 e 2021. Em 2020, tal reflete principalmente o efeito das horas reduzidas, em grande medida no

contexto de regimes temporários de redução de tempo de trabalho[28]. Ao abrigo desses regimes, os trabalhadores mantêm o posto de trabalho, mas com redução das horas de trabalho e das remunerações[29].

- **Os ganhos de produtividade do trabalho continuaram a ser limitados em 2019 e a crise está a reduzir a produtividade em 2020.** Em 2020, prevê-se que a produtividade diminua acentuadamente em quase todos os países da UE, quando aferida em termos de produto por pessoa empregada. A recessão de 2020 foi acompanhada de uma diminuição do número de horas de trabalho. No entanto, esta situação deveu-se principalmente à redução do número de horas de trabalho, tendo-se alterado pouco o número de postos de trabalho[30]. Por conseguinte, quando a produtividade é medida em termos de produto por hora trabalhada, as perdas afiguram-se mais moderadas (Gráfico 13, quarto painel). A grande acumulação generalizada de mão de obra observada em toda a UE tem sido muito favorecida pelo amplo recurso a regimes de redução do tempo de trabalho objeto de subvenções estatais[31]. Em 2021, à medida que decorre o processo de recuperação, prevê-se um aumento dos níveis de produtividade. No entanto, na maior parte dos casos, a produtividade deverá manter-se próxima ou abaixo das situações anteriores à crise.

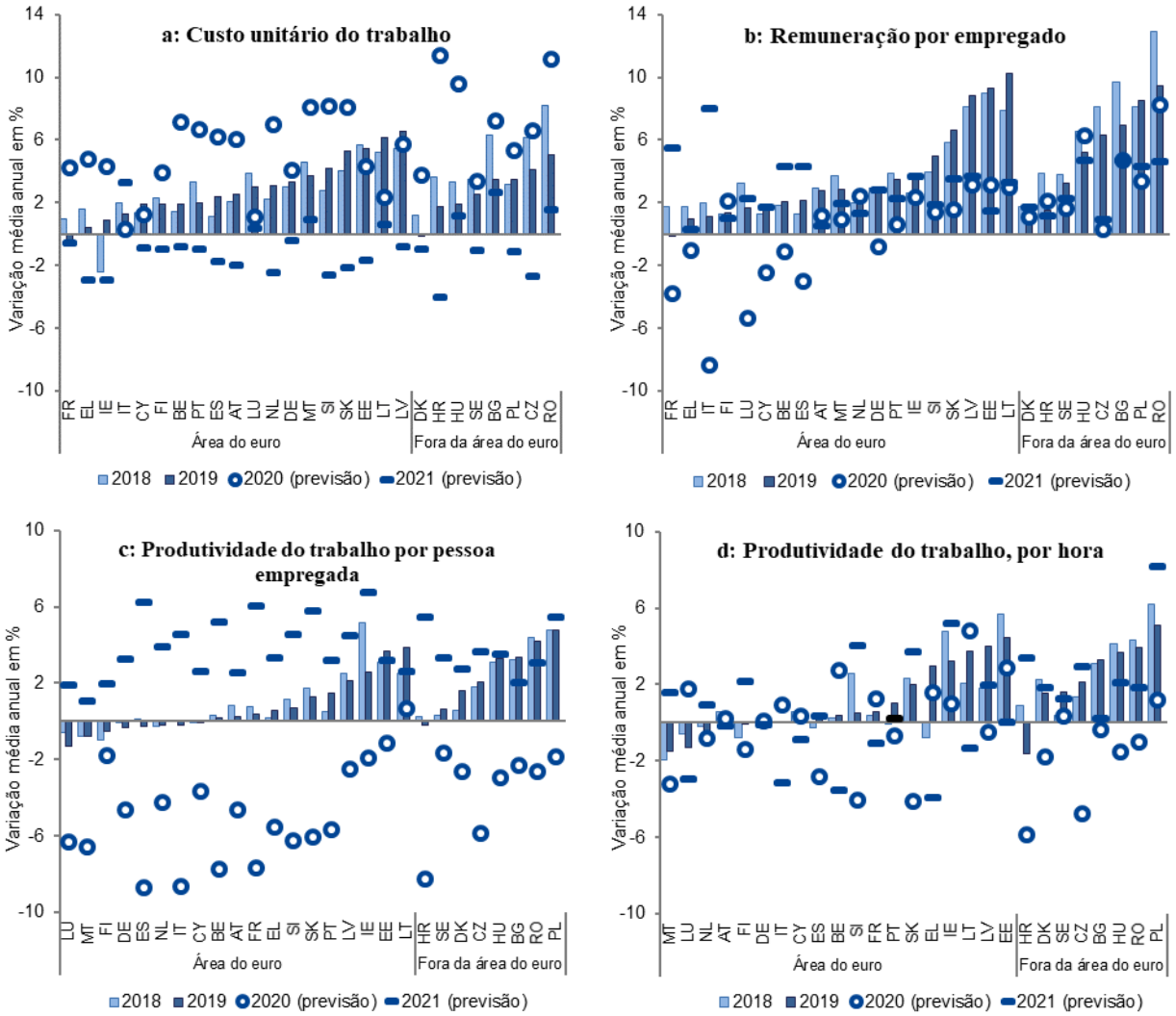
[28] Os 10 Estados-Membros da UE que dispunham de estruturas de apoio ao rendimento num contexto de menos horas de trabalho antes do surto da COVID-19 adaptaram os seus atuais regimes para fazer face ao choque decorrente deste surto. Noutros países, foram introduzidas medidas semelhantes numa base pontual (ver também a caixa 2; e Comissão Europeia (2020), *Labour Market and Wage Developments in Europe 2020*, a publicar). O financiamento desses regimes beneficiará do instrumento SURE disponibilizado pela Comissão.

[29] A redução da remuneração por trabalhador parece ser mais pronunciada em países onde o apoio ao rendimento é classificado como transferências públicas e não como rendimentos do trabalho.

[30] Em média, na área do euro, estima-se que a redução do total de horas trabalhadas no primeiro semestre de 2020 se deva em 75 % a um número médio reduzido de horas trabalhadas e o restante à redução do emprego. Ver BCE (2020), Boletim Económico, n.º 6/2020.

[31] Botelho V, A. Consolo e A. Dias da Silva (2020), Uma avaliação preliminar do impacto da pandemia de COVID-19 no mercado de trabalho da área do euro, Boletim Económico do BCE, n.º 5/2020, Banco Central Europeu. OCDE (2020), Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) - *Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond*, 3 de agosto de 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

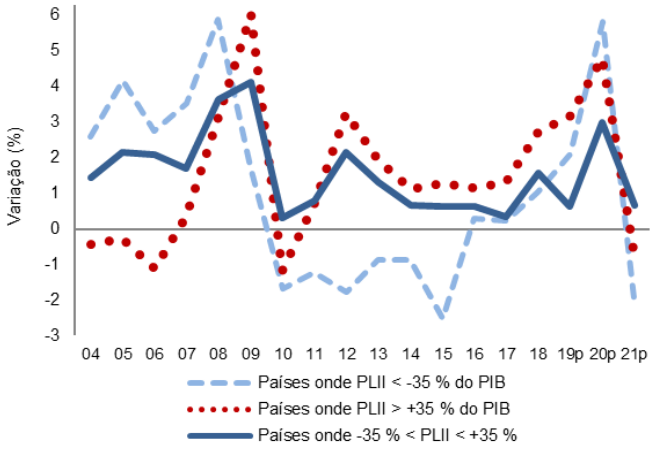
Gráfico 13: Crescimento do custo unitário do trabalho nos últimos anos, remunerações e produtividade



Fonte: AMECO; os dados relativos a 2020 e 2021 são extraídos das previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020. Os dados referem-se ao número de trabalhadores e de pessoas empregadas.
Nota: em cada gráfico, os países são apresentados por ordem crescente da respetiva variável em 2019.

Do ponto de vista da área do euro, a evolução dos CUT deverá tornar-se ligeiramente menos favorável ao reequilíbrio do que no passado. Em 2019, o crescimento dos CUT foi ligeiramente superior em alguns países que são credores líquidos, incluindo a Alemanha, o Luxemburgo e os Países Baixos, do que em alguns países que são devedores líquidos, nomeadamente Chipre, a Grécia, a Irlanda, a Espanha e Portugal. No entanto, em 2020 e 2021 conjuntamente, o crescimento dos CUT deverá crescer quase à mesma taxa em ambos os grupos de países e, por conseguinte, não deverá contribuir para um maior reequilíbrio das posições externas (Gráfico 14). Ao mesmo tempo, vários países que são devedores líquidos encontram-se entre os mais afetados pela crise da COVID-19 (ver também a secção 2) e, portanto, registam uma estagnação mais pronunciada da atividade, pelo que as pressões sobre os custos e os salários poderão ser futuramente menos importantes nesses países.

Gráfico 14: Crescimento dos custos unitários do trabalho na área do euro



Fonte: AMECO, os dados relativos a 2020 e 2021 são extraídos das previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.
Notas: Países com PLII > +35 % do PIB: DE, LU, NL, BE, MT. Países com PLII entre 35 % e -35 % do PIB: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Os restantes países encontram-se no grupo dos países com PLII < -35 % do PIB. A divisão dos países baseia-se nos valores médios das PLII no período 2017-2019. Os países que são credores líquidos registaram um excedente médio da balança corrente durante o mesmo período. Os valores dizem respeito a médias ponderadas pelo PIB para os três grupos de países.

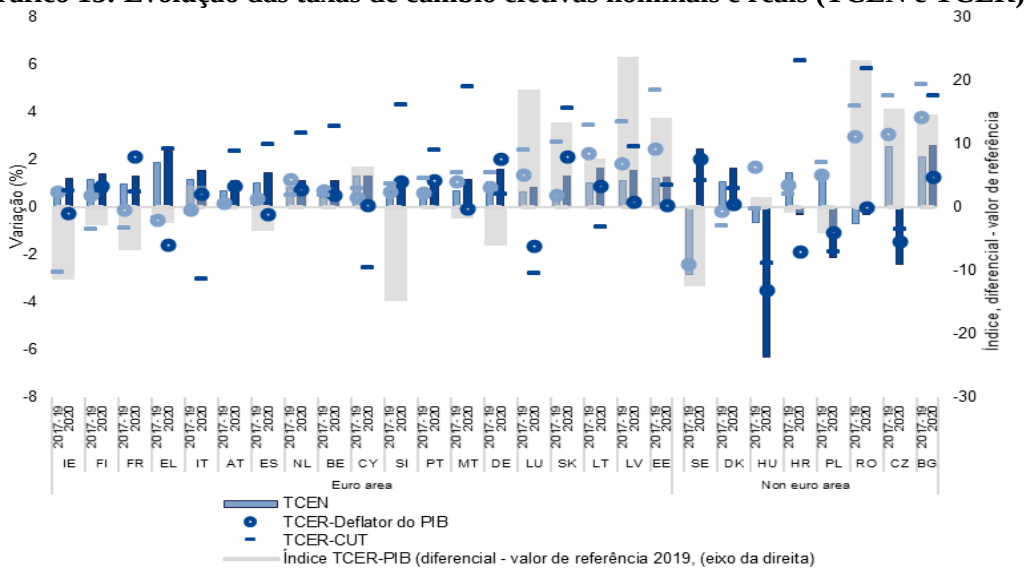
A dinâmica das taxas de câmbio efetivas reais (TCER) é cada vez mais impulsionada pela volatilidade das taxas de câmbio nominais. Entre 2016 e 2018, as TCER aumentaram na maioria dos Estados-Membros devido à apreciação do euro (Gráfico 15). As perdas de competitividade eram mais evidentes quando medidas em termos de custos unitários do trabalho. Contudo, em 2019, a competitividade melhorou devido à desvalorização transitória do euro. Tendo em conta esta evolução em 2019, apenas a Estónia estava acima dos limiares devido à valorização da taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC, em comparação com seis países em 2018, o que reflete igualmente uma dinâmica contida da inflação. No futuro, a valorização do euro em 2020 deverá implicar perdas de competitividade a nível geral em todos os países da área do euro, ao passo que as moedas de alguns países não pertencentes à área do euro têm registado desvalorizações.

- **As desvalorizações nominais eram frequentes em 2019, ao passo que são observadas maiores diferenças entre países em termos de evolução cambial em 2020.** A maioria dos países da UE registou desvalorizações nominais em 2019, que foram ainda mais fortes para alguns Estados-Membros fora da área do euro, nomeadamente a Hungria, a Roménia e a Suécia. Em 2020, o euro voltou a valorizar-se após o surto de COVID-19. Fora da área do euro, as moedas seguiram, de um modo geral, a evolução do euro ou valorizaram-se acentuadamente (Suécia), ou desvalorizaram-se consideravelmente, nomeadamente no caso da Hungria e, em menor medida, da Chéquia e da Polónia.

- **Em 2019, a maioria dos Estados-Membros registou uma valorização das TCER baseadas nos CUT, mas menos fortemente do que nos últimos anos e a crise está a atenuar ainda mais as tendências de valorização**. Nomeadamente, vários países da Europa Central e Oriental continuaram a apresentar uma valorização real mais forte em 2019. Tal inclui alguns países da área do euro, nomeadamente os países bálticos e a Eslováquia e países não pertencentes à área do euro, nomeadamente a Bulgária, a Chéquia e a Roménia. Entre os países que são credores líquidos, apenas a Alemanha e Malta apresentaram uma valorização notável da TCER. Após as valorizações reais previstas para 2020 na maior parte dos países, que refletem os aumentos temporários nos custos unitários do trabalho, as previsões atenuadas de crescimento dos custos unitários do trabalho para 2021 deverão igualmente conduzir a valorizações reais contidas na maioria dos países da UE.

- **É ainda observada na maioria dos Estados-Membros uma compressão das margens entre custos e preços.** Nos últimos anos, foram observadas dinâmicas das TCER baseadas nos CUT superiores às das TCER baseadas no PIB, que continuaram até 2019, embora a um ritmo mais lento, o que indica uma maior compressão das margens de lucro[32]. Esta tendência prosseguiu em 2020, sobretudo em alguns países da Europa Central e Oriental, na Bélgica, na Grécia, em Malta e em Espanha.
- **No futuro, também as medidas relativas à taxa de câmbio efetiva real sugerem que a evolução da competitividade em termos de custos pode tornar-se menos favorável ao reequilíbrio do que no passado.** Em 2020 e 2021, os países que são maiores devedores líquidos ou os países mais afetados pela recessão decorrente da COVID-19, como a Croácia, a França, a Itália, Portugal ou Espanha, deverão registar ganhos de competitividade limitados ou nulos em relação à Alemanha e aos Países Baixos.
- **O nível dos índices da taxa de câmbio efetiva real parece ser superior ao valor de referência, principalmente nos Estados-Membros que têm sido caracterizados por tendências mais prolongadas de forte dinâmica dos preços relativos**. É o caso, nomeadamente, dos países da Europa Central e Oriental.

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



Fonte: AMECO, os dados relativos a 2020 e 2021 são extraídos das previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.
Nota: os países são apresentados por ordem crescente da variação média anual da taxa de câmbio efetiva real (TCER) baseada no deflator dos CUT entre 2017 e 2019. As TCER e a taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN) são calculadas em relação a 37 parceiros comerciais. O nível do índice da taxa de câmbio efetiva real baseada no PIB é expresso em diferença percentual em relação a um índice de referência que representa a taxa de câmbio efetiva real coerente com os parâmetros económicos fundamentais. O gráfico indica a diferença entre o nível observado da taxa de câmbio efetiva real e o nível de referência dessa taxa: os valores positivos do índice indicam uma sobrevalorização e os valores negativos do índice uma subvalorização[33].

[32] Embora a compressão das margens impeça que a competitividade em termos de custos afete os termos de troca, limitando assim o impacto sobre os fluxos comerciais em setores caracterizados pela diferenciação dos produtos e pelo estabelecimento dos preços em função do mercado, uma redução persistente da rentabilidade acaba por resultar ao longo do tempo na contração do setor transacionável.
[33] A metodologia para calcular estes valores de referência baseados nos parâmetros económicos fundamentais baseia-se na nota «Valores de referência para a avaliação das taxas de câmbio efetivas reais» do Grupo de Trabalho LIME do Comité de Política Económica, apresentada em 15 de junho de 2020.

O crescimento das quotas de mercado das exportações abrandou em 2019 e prevê-se que continue a diminuir na maioria dos Estados-Membros. Em 2019, nenhum Estado-Membro registou perdas de quotas de mercado das exportações inferiores ao limiar do painel de avaliação (com base na variação acumulada das quotas ao longo de 5 anos). O surto de COVID-19 está a moldar um contexto comercial muito diferente, com implicações para as quotas de mercado das exportações.

- **As quotas de mercado das exportações em 2020 deverão diminuir em cerca de metade dos Estados-Membros da UE.** A crise está a reduzir de forma mais acentuada o comércio intra-UE, em comparação com o comércio extra-UE. Tal deve-se ao facto de a crise da COVID-19 ter, até agora, tido um impacto maior na UE do que noutras áreas do mundo. Como as trocas comerciais dos países da UE são principalmente entre si, os seus principais mercados de exportação diminuíram em comparação com os de outras zonas do mundo, o que implica também uma perda de quotas de mercado para a maioria dos países da UE.
- **As quotas de mercado das exportações diminuem mais acentuadamente para os países que exportam intensivamente serviços, designadamente o turismo.** As trocas comerciais estão a diminuir especialmente nos serviços, designadamente o turismo, que é fortemente afetado pelas restrições às viagens ao estrangeiro e pela alteração do comportamento dos consumidores. Em 2020, prevê-se que as quotas de mercado das exportações diminuam mais na Croácia, Chipre, Grécia, França, Itália, Portugal e Espanha, todos caracterizados por uma forte dependência do setor do turismo tão prejudicado. Em vez disso, prevê-se que a Alemanha e os Países Baixos obtenham ganhos de quotas de mercado das exportações.

3.2 Dívida privada e mercados da habitação

A dívida do setor privado, em percentagem do PIB, tem vindo a diminuir na maioria dos Estados-Membros até 2019 num contexto de evoluções económicas favoráveis, mas os níveis da dívida continuam a ser elevados em alguns países. Onze Estados-Membros excederam o limiar do painel de avaliação para o total da dívida privada em 2019, em comparação com 12 em 2018: Chipre, a Dinamarca, a Irlanda, o Luxemburgo, os Países Baixos e a Suécia registam rácios dívida privada/PIB superiores a 200 %, refletindo também a elevada importância das empresas multinacionais e das entidades de finalidade especial em vários desses países. A Bélgica, a Finlândia, a França e Portugal registam níveis inferiores, mas também ultrapassam o limiar. As dívidas são muito diferentes entre os países, em função dos fatores estruturais específicos de cada país que justificam essas diferenças. No entanto, as dívidas são elevadas em alguns países da UE, também quando comparadas com os índices de referência que têm em conta os parâmetros económicos fundamentais específicos de cada país. Em alguns países, as dívidas parecem também elevadas relativamente aos limiares prudenciais.[34]

[34] 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», 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?», *Open Economies Review* 3, 471-512, 2020. Os valores de referência baseados nos parâmetros económicos fundamentais permitem avaliar a dívida privada em função de valores que podem ser explicados com base nesses parâmetros, sendo obtidos a partir de regressões que integram os principais fatores determinantes do crescimento do crédito e que têm em conta um determinado volume inicial de dívida. Os limiares prudenciais representam o nível da dívida para além do qual a

- **O desendividamento do setor privado prosseguiu em 2019, com a maioria dos países da UE a registar menores rácios de dívida privada.** As reduções do rácio dívida/PIB entre 2018 e 2019 deveram-se principalmente ao crescimento nominal do PIB («desendividamento passivo»), uma vez que a contração de empréstimos acelerou num número crescente de países nos últimos anos.
- **Nos últimos anos, a contração de empréstimos foi cada vez mais dinâmica, em especial no setor das famílias.** Apesar dos fluxos de crédito líquidos, na sua maioria positivos, os rácios dívida das empresas não financeiras/PIB têm vindo a diminuir em todos os países da UE entre 2018 e 2019, com exceção da Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Luxemburgo e Suécia. No que diz respeito aos agregados familiares, as reduções dos rácios da dívida foram observadas apenas em cerca de metade dos Estados-Membros. Nos últimos anos, a dinâmica do *stock* de dívida (operações que afetam o *stock* de crédito e os títulos de dívida pendentes) tem sido relativamente forte no respeitante aos agregados familiares (ver Relatório sobre o Mecanismo de Alerta de 2020). O mesmo padrão foi observado de novo entre 2018 e 2019.
- **Em 2019, a dívida das empresas não financeiras manteve-se acima dos valores de referência em vários países.** Na Bélgica, em Chipre, na Dinamarca, em França, na Irlanda, no Luxemburgo, nos Países Baixos, em Malta, em Portugal, em Espanha e na Suécia, as dívidas das empresas não financeiras foram superiores aos níveis justificados pelos parâmetros económicos fundamentais e pelos limiares prudenciais. Prevê-se que a dívida das empresas não financeiras se aproxime dos limiares prudenciais na Áustria, Croácia, Grécia e Itália e continue a exceder os níveis prudenciais na Finlândia em 2020 (Gráfico 16). Em vários países, nomeadamente na Bélgica, em Chipre, na Irlanda, no Luxemburgo e nos Países Baixos, a dívida das empresas não financeiras foi significativamente afetada pela dívida das entidades de finalidade especial e pelas dívidas interempresas transfronteiras.
- **Em 2019, a dívida das famílias manteve-se acima dos valores de referência em vários Estados-Membros.** Na Dinamarca, na Finlândia, em França, na Grécia, nos Países Baixos, em Portugal, em Espanha e na Suécia, os níveis da dívida são superiores tanto ao valor de referência baseado nos parâmetros económicos fundamentais como aos limiares prudenciais (Gráfico 21). A dívida das famílias excede os níveis prudenciais na Bélgica e em Chipre e está próxima dos limiares prudenciais na Áustria, na Alemanha e em Itália. Em alguns países, os rácios da dívida das famílias parecem ser consideravelmente mais elevados quando calculados em percentagem do rendimento disponível bruto das famílias. Trata-se do caso da Irlanda, Luxemburgo e Malta.

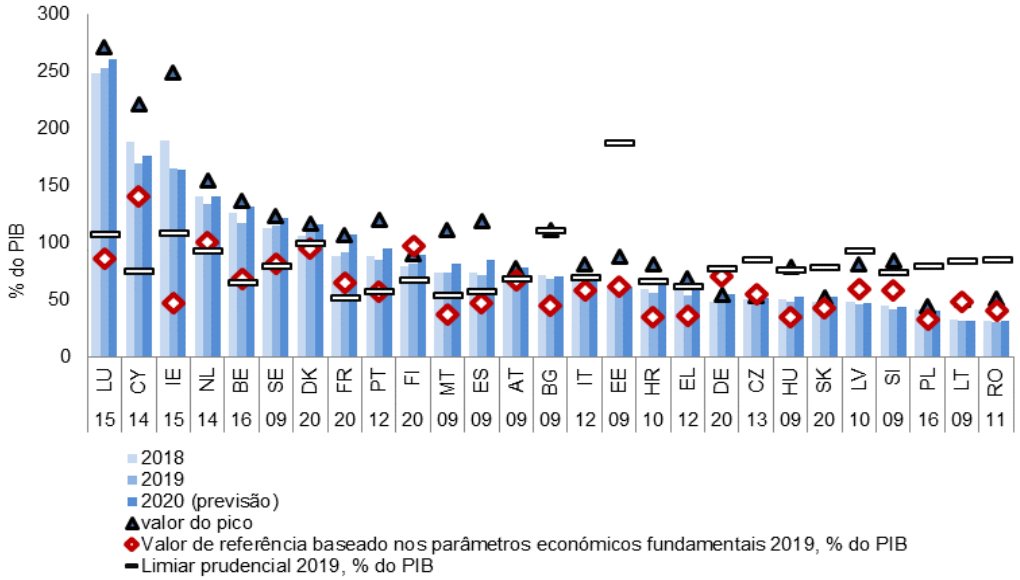
Em 2020, os rácios da dívida privada estão a aumentar na maioria dos Estados-Membros, nomeadamente no que diz respeito às empresas não financeiras. As estimativas dos rácios dívida/PIB das empresas não financeiras e dos agregados familiares (com base nas informações disponíveis a partir de dados mensais sobre *stocks* de dívida) apontam para aumentos importantes na maioria dos países da UE. Este aumento dos rácios da dívida é, em grande medida, o resultado mecânico da redução dos valores do PIB no denominador do rácio. No entanto, em especial no que diz respeito às empresas não financeiras, a dinâmica do *stock* da dívida também desempenha um papel. Os

---

probabilidade de uma crise bancária é relativamente elevada; esses níveis baseiam-se na maximização da capacidade de sinalização da previsão de crises bancárias, minimizando a probabilidade de crises não previstas e de falsos alertas, e incorporando informações específicas de cada país sobre a capitalização bancária, a dívida pública e o nível de desenvolvimento económico.

fluxos de crédito líquidos deverão efetivamente ser grandes em 2020 na maioria dos países da UE, nomeadamente na Bélgica, Finlândia, França, Irlanda, Luxemburgo, Espanha e Suécia, em alguns casos acentuadamente maiores do que em 2019.

Gráfico 16: Dívida das empresas não financeiras



Fonte: Contas dos balanços financeiros setoriais do Eurostat - empréstimos (F4) mais títulos de dívida (F3), AMECO e estimativas dos serviços da Comissão (ver caixa 1).
Nota: os países são apresentados por ordem decrescente do rácio da dívida das empresas não financeiras em relação ao PIB em 2019. Os números abaixo do código de país indicam o ano em que o rácio da dívida atingiu o pico. Em relação à definição de valores de referência baseados nos parâmetros económicos fundamentais e limiares prudenciais, ver a nota de rodapé 34.

No que diz respeito às empresas não financeiras, as perdas acentuadas e a escassez de liquidez explicam o aumento das necessidades de financiamento em 2020.

- **Em 2020, os rácios da dívida estão a aumentar, principalmente nos países em que o surto de COVID-19 está a afetar mais gravemente os lucros e fluxos de caixa das empresas não financeiras**. Em geral, os países em que os lucros operacionais líquidos das empresas deverão diminuir substancialmente em 2020 são tendencialmente os mesmos que registam os fluxos de crédito líquidos mais fortes (transações) em percentagem do PIB de 2019 (ver Gráfico 20).

- **Revelou-se necessário um aumento dos empréstimos para financiar o fundo de maneio das empresas não financeiras a fim de constituir reservas de liquidez, implicando que a dívida líquida dessas empresas não tenha aumentado tanto quanto a dívida bruta.** Uma parte dos empréstimos contraídos foi utilizada para reconstituir e reforçar as reservas de tesouraria para fazer face à crescente incerteza que rodeia a situação económica e beneficiar de medidas especiais temporárias de apoio aos fluxos de crédito. A contração de empréstimos para financiar o investimento tem desempenhado um papel menor. Em geral, apesar da contração substancial de empréstimos em 2020, a situação no plano da poupança das empresas não deverá diminuir substancialmente. Além disso, devido à redução do investimento, prevê-se que as poupanças líquidas das empresas aumentem em todos os países da UE (ver Gráfico 11).

- **A contração de empréstimos foi facilitada por uma série de medidas políticas**. Para além de uma ampla disponibilização de liquidez aos bancos pelas autoridades monetárias e de uma adaptação da regulamentação prudencial, as garantias de crédito estatais ajudaram a manter os fluxos de crédito, nomeadamente para as pequenas e médias empresas.

- **As moratórias relativas ao reembolso da dívida contribuem para reforçar o crescimento da dívida em 2020**. O atraso no reembolso da dívida pelas empresas não financeiras autorizado pelas moratórias em toda a UE, quer como uma medida estatal, quer como iniciativa voluntária dos mutuantes, implica um aumento mecânico do crescimento do *stock* de dívida. Isto é confirmado por uma relação positiva muito mais forte em 2020 entre a variação da dívida das empresas não financeiras e o crédito «novo» das instituições financeiras monetárias (excluindo renegociações e reembolsos) do que a observada em 2019 (ver Gráfico 17 e Gráfico 18). Em 2020, o crescimento da dívida foi, portanto, menos afetado pelos reembolsos, em comparação com o verificado no passado, provavelmente em consequência das moratórias.
- **No futuro, prevê-se que o crescimento do rácio dívida/PIB seja mais limitado por várias razões.** Em primeiro lugar, prevê-se que o aumento mecânico dos rácios da dívida devido à redução do denominador seja de curta duração, uma vez que o rácio dívida/PIB em 2020 aumenta principalmente devido a uma recessão cíclica temporária (ver Gráfico 19). Em segundo lugar, as medidas excecionais postas em prática em 2020 serão progressivamente eliminadas. A cessação das moratórias relativas à dívida conduzirá a um aumento dos reembolsos. A eliminação progressiva das garantias de crédito implicará uma redução das possibilidades de contração de empréstimos para as empresas em dificuldades graves. Além disso, os dados do inquérito sugerem que, futuramente, uma contração das condições de concessão de empréstimos poderá ocorrer[35]. Em terceiro lugar, as empresas não financeiras terão a possibilidade de recorrer às reservas de liquidez em alternativa a novos empréstimos.
- **Dificuldades prolongadas para as empresas não financeiras podem reduzir as perspetivas de investimento e de reembolso da dívida.** A rendibilidade continuará a ser profundamente afetada, especialmente nos setores dos serviços expostos à pandemia. Tal pode não só implicar um abrandamento do investimento, mas também dificuldades no reembolso das dívidas existentes. De um modo mais geral, a cessação das moratórias relativas à dívida implicará um aumento do volume de dívidas devido à acumulação de juros.

[35] BCE (2020): «Inquérito sobre a concessão de empréstimos bancários na área do euro - Segundo trimestre de 2020», de julho de 2020.

Gráfico 17: Novos empréstimos das instituições financeiras monetárias a empresas não financeiras face à evolução do rácio dívida/PIB das empresas não financeiras, 2019

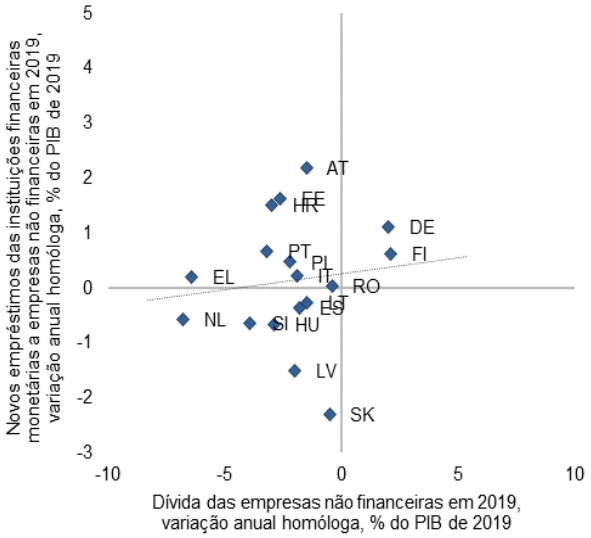
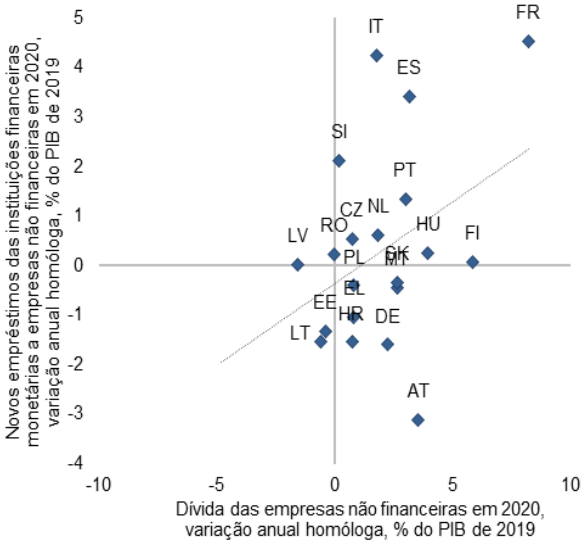


Gráfico 18: Novos empréstimos das instituições financeiras monetárias a empresas não financeiras face à evolução do rácio dívida/PIB das empresas não financeiras, 2020



Fonte: Base de dados do Banco Central Europeu das taxas de juro das instituições financeiras monetárias, AMECO, Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão (ver também caixa 1 para as previsões da dívida privada).
Nota: Os novos empréstimos das instituições financeiras monetárias referem-se a créditos «novos» concedidos pelas instituições financeiras monetárias (IFM) e incluem apenas os novos empréstimos concedidos pelas IFM às empresas não financeiras, excluindo as renegociações e os reembolsos. Exclui a Bélgica, Chipre e o Luxemburgo como casos anómalos e a Bulgária, a Dinamarca, a Irlanda e a Suécia devido à indisponibilidade de dados.

Gráfico 19: Decomposição da variação do rácio da dívida das empresas não financeiras em relação ao PIB (2019 - 2020)

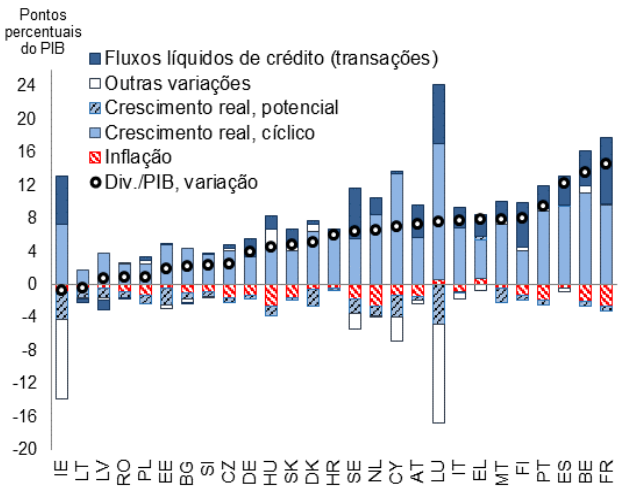
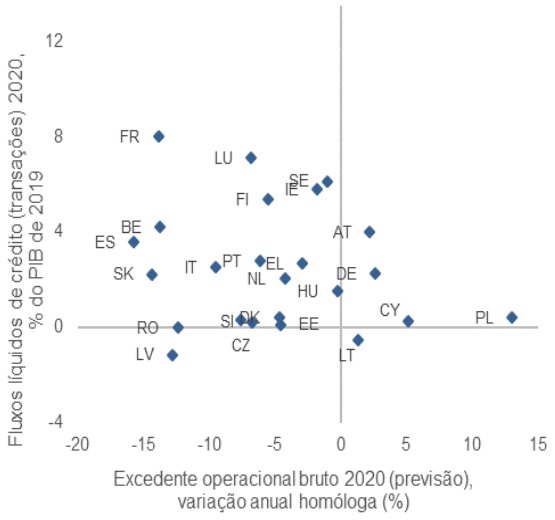
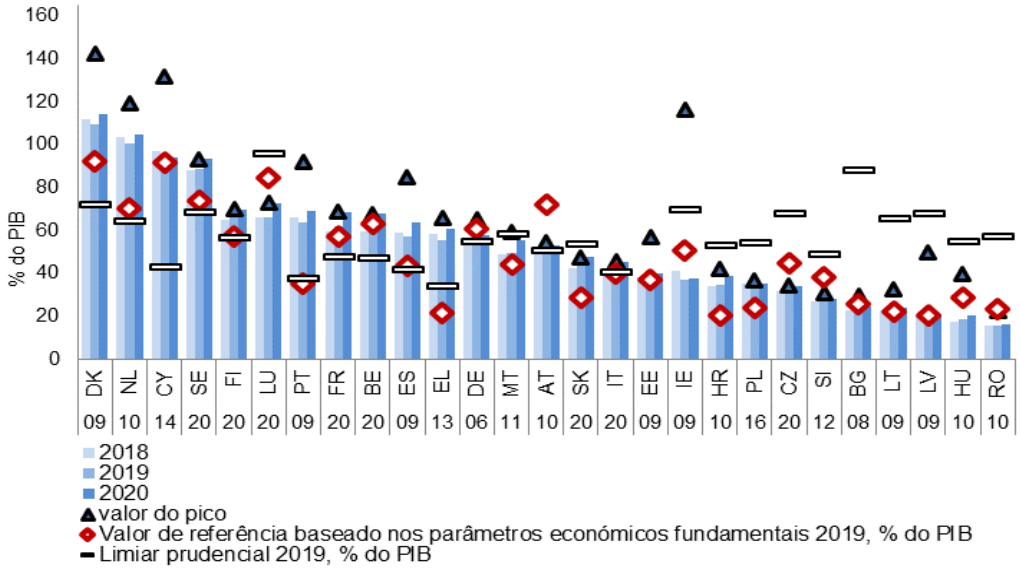


Gráfico 20: Evolução do excedente operacional bruto em 2020 e crédito líquido (operações) concedido às empresas não financeiras



Fonte: AMECO, Eurostat e estimativas dos serviços da Comissão (ver caixa 1) e cálculos baseados nos dados mensais do BCE sobre empréstimos das instituições financeiras monetárias e operações (fluxos) de títulos de dívida com o setor privado a partir da base de dados das estatísticas das rubricas de balanço, previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.
Nota: os fluxos de crédito líquidos (operações de dívida) correspondem às operações de empréstimos (F4) e de títulos de dívida (F3) das contas das operações financeiras setoriais do Eurostat. O excedente operacional bruto das empresas não financeiras não está disponível para a Bulgária, a Croácia e Malta.

Gráfico 21: Endividamento das famílias



Fonte: Contas dos balanços financeiros setoriais do Eurostat - empréstimos (F4) mais títulos de dívida (F3), AMECO e estimativas dos serviços da Comissão (ver caixa 1).

Notas: os países são apresentados por ordem decrescente do rácio da dívida das famílias em relação ao PIB em 2019. Os números abaixo do código de país indicam o ano em que o rácio da dívida atingiu o pico. Em relação à definição de valores de referência baseados nos parâmetros económicos fundamentais e limiares prudencial, ver a nota de rodapé 34.

No que diz respeito aos agregados familiares, o surto de COVID-19 parece ter conduzido a uma evolução da contração de empréstimos mais moderada, tendo em conta a redução das perspetivas de rendimento e o aumento da poupança.

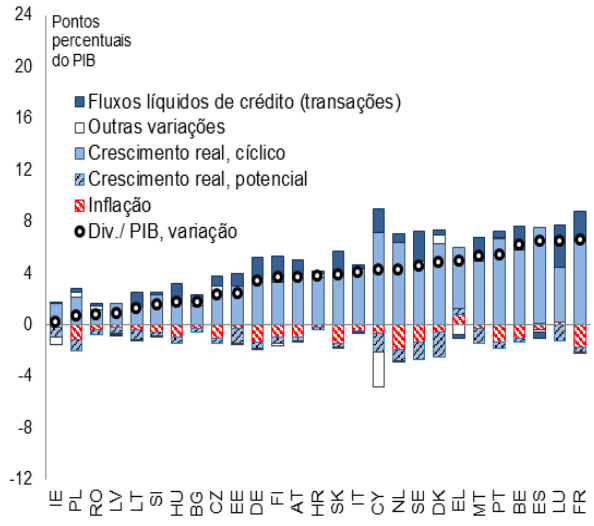
- **Os fluxos de crédito líquidos (operações de dívida) para os agregados familiares deverão ser próximos de zero ou reduzidos em 2020 para a maior parte dos países da UE**. Como demonstrado em Gráfico 22, os crescentes rácios dívida dos agregados familiares/PIB são, em grande medida, consequência da queda do PIB e não das operações de crédito e de garantia, que são bastante limitadas e parecem ter diminuído em quase todos os países da UE em comparação com 2019. As desacelerações a nível da contração de empréstimos pelas famílias parecem justificadas pela deterioração das perspetivas de rendimento das famílias, aliada a um aumento da poupança, em parte por precaução e, em parte, devido a medidas restritivas que dificultam as possibilidades de consumo. As diferenças entre países estão possivelmente ligadas à gravidade dos confinamentos e à interrupção das aquisições de habitação, aos diferentes graus de apoio estatal aos rendimentos dos agregados familiares e às condições de crédito, bem como às condições do mercado da habitação.

- **Verifica-se a desaceleração da contração de empréstimos pelas famílias, apesar do efeito das moratórias**. Tal como no caso das empresas não financeiras, as moratórias relativas à dívida têm um efeito positivo na evolução do *stock* de dívida devido a menores reembolsos. Devido a este efeito, o *stock* de dívida das famílias está a diminuir a um ritmo reduzido.

- **É provável que o crescimento da dívida das famílias continue a ser contido, podendo surgir dificuldades de reembolso à medida que os mercados de trabalho se deteriorarem**. Apesar de se continuarem a verificar condições financeiras favoráveis e das medidas estatais destinadas a atenuar as consequências da crise sobre o mercado de trabalho e os agregados familiares, os rendimentos das famílias permanecerão sob pressão. Em especial, após terem diminuído até 2020, prevê-se que as taxas de desemprego aumentem em geral até 2021. Tal refletirá também as perdas

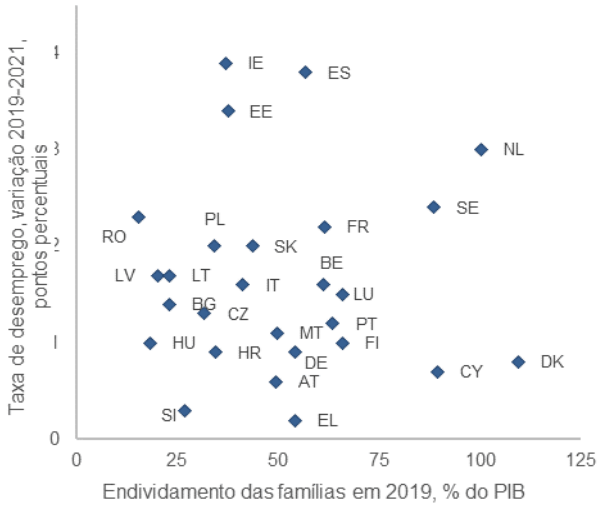
de postos de trabalho após a retirada progressiva das medidas tomadas pelos governos para atenuar o impacto da pandemia, designadamente os regimes de redução do tempo de trabalho subsidiados de caráter temporário, a fim de evitar a manutenção de postos de trabalho em empresas inviáveis. O agravamento das dificuldades de reembolso das dívidas dos agregados familiares poderá materializar-se também em países já com um peso relativamente elevado da dívida das famílias (Gráfico 23).

Gráfico 22: Decomposição da variação do rácio da dívida das famílias em relação ao PIB (2019 - 2020)



Fonte: os fluxos de crédito líquidos (operações de dívida) correspondem às operações de empréstimos (F4) e de títulos de dívida (F3) das contas das operações financeiras setoriais do Eurostat. Outras fontes são AMECO e estimativas dos serviços da Comissão (ver caixa 1) e cálculos baseados nos dados mensais do BCE sobre empréstimos das instituições financeiras monetárias e operações (fluxos) de títulos de dívida com o setor privado a partir da base de dados das estatísticas das rubricas de balanço.

Gráfico 23: Endividamento das famílias e desemprego



Fonte: AMECO, os dados relativos a 2020 e 2021 são extraídos das previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.

Os preços da habitação continuaram a aumentar até ao início de 2020, acelerando em alguns casos.

- **Em 2019, oito Estados-Membros revelaram um crescimento dos preços reais da habitação acima do limiar do painel de avaliação** (Croácia, Chéquia, Grécia, Hungria, Luxemburgo, Polónia, Portugal e Eslováquia), um mais do que em 2018. Em geral, isto confirmou a continuação do crescimento dinâmico dos preços da habitação observado desde meados da década.
- **Os preços da habitação aumentaram em 2019 em quase todos os países da UE e verificaram-se acelerações em 2018 e 2019 na maioria dos Estados-Membros.** Por outro lado, foram observadas desacelerações na Bulgária, Dinamarca, Alemanha, Irlanda, Letónia, Malta, Países Baixos, Roménia, Espanha e Eslovénia.
- **A recente tendência positiva do crescimento dos preços da habitação foi impulsionada principalmente pelos parâmetros económicos fundamentais.** As baixas taxas de juro e a aceleração dos rendimentos do trabalho constituíram os principais fatores subjacentes à recente

procura de serviços de habitação, num contexto de adaptação desfasada da oferta de habitação. A aceleração do crescimento das dívidas hipotecárias só se tornou visível após a consolidação das acelerações dos preços da habitação, que se generalizaram em toda a UE.

- **Observa-se também um forte crescimento dos preços da habitação nos Estados-Membros que apresentam sinais de sobrevalorização** (Gráfico 24). Em alguns países, verificou-se uma certa desaceleração dos preços em 2018 e 2019, com indícios de sobrevalorização. Todavia, tal não foi o caso noutros casos notáveis, entre os quais o Luxemburgo e a Suécia.[36]
- **Em 2019, a maioria dos Estados-Membros apresentava indícios de sobrevalorização**. A comparação dos índices de preços com os valores de referência sugere indícios generalizados de sobrevalorização. As restrições em matéria de preços da habitação acessíveis são confirmadas por estimativas dos níveis de preços. Em cerca de metade dos países da UE são necessários mais de 10 anos de rendimento para adquirir uma habitação de 100 metros quadrados[37].

Gráfico 24: Variação deflacionada dos preços da habitação e diferenciais de valorização em 2019

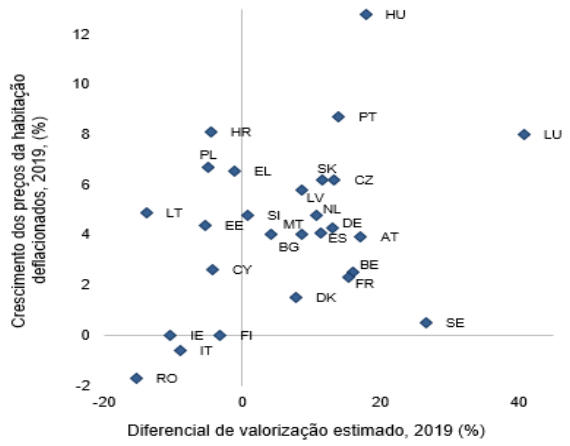
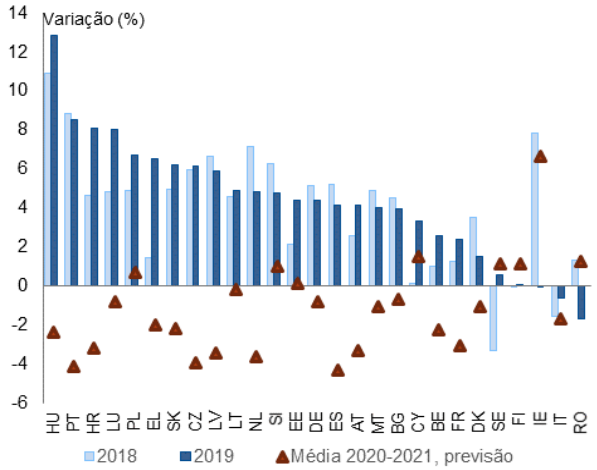


Gráfico 25: Evolução do crescimento deflacionado dos preços da habitação



Fonte: Eurostat e cálculos dos serviços da Comissão.
Nota: o diferencial de sobrevalorização é estimado como a média de três indicadores: os desvios do rácio preço/rendimento e do rácio preço/renda relativamente às respetivas médias de longo prazo e os diferenciais de valorização obtidos de um modelo baseado em regressões de fatores determinantes dos preços da habitação (ver nota 36). As previsões dos preços da habitação baseiam-se no modelo baseado em regressões de fatores determinantes dos preços da habitação (ver nota 40).

[36] Os diferenciais de valorização dos preços da habitação são calculados em relação a valores de referência, a fim de ter em conta o efeito dos preços da habitação 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 parâmetros económicos fundamentais quanto à oferta e à procura (ver N. Philiponnet e A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», Documento de Discussão 48 da Comissão Europeia de maio de 2017). No cálculo dos valores de referência baseados nas regressões, as variáveis explicativas cíclicas foram sujeitas ao filtro de Hodrick-Prescott para limitar a volatilidade.
[37] As estimativas do nível de preços são obtidas a partir dos dados das contas e dos censos nacionais ou, quando estes não estejam disponíveis, das informações publicadas nos sítios Web dos agentes imobiliários. Ver J. C. Bricongne et al. (2019), «Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates», European Economy, Documento de Discussão 101, de julho de 2019.

No futuro, prevê-se que a crise da COVID-19 venha a abrandar a dinâmica recente dos preços da habitação, devido principalmente à diminuição dos rendimentos do trabalho.

- **Os dados trimestrais de 2020 revelam que o crescimento dos preços reais da habitação começa a arrefecer em vários Estados-Membros.** Embora a maioria dos países da UE continue a registar um crescimento dos preços no segundo trimestre do corrente ano, em comparação com o mesmo trimestre de 2019, já foram observadas em alguns países desacelerações ou mesmo quedas dos preços da habitação deflacionados. As correções em baixa são observadas numa base anual em Chipre e na Hungria. São observadas em mais de metade dos países da UE desacelerações e estagnações. Verifica-se um padrão de correções mais generalizadas no sentido da baixa quando se analisam as dinâmicas trimestrais no primeiro semestre de 2020, especialmente na Estónia, na Hungria e na Roménia, mas também, em certa medida, na Letónia, em Portugal, na Eslovénia e na Suécia[38].

- **As estimativas dos níveis de preços das ofertas dos vendedores confirmam um enfraquecimento incipiente do mercado da habitação.** Os dados relativos aos preços da habitação até meados de 2020 podem não refletir plenamente o impacto da crise da COVID-19, uma vez que as transações foram, em muitos casos, acordadas antes desta crise. No entanto, as estimativas recentes dos preços das ofertas sugerem também correções em baixa em alguns países. [39]

- **As previsões dos preços da habitação baseadas em modelos também apontam para o arrefecimento dos mercados da habitação até 2021 e correções em baixa numa grande maioria de Estados-Membros da UE** (Gráfico 25). A diminuição dos rendimentos do trabalho explica uma grande parte das desacelerações previstas. Está prevista uma forte desaceleração, especialmente nos países que atualmente mostram indícios de sobrevalorização.[40]

Em vários Estados-Membros, os preços sobrevalorizados da habitação continuam a coexistir com elevados níveis de endividamento das famílias. É o caso, nomeadamente, da Bélgica, Dinamarca, Luxemburgo, Países Baixos e Suécia. Os Países Baixos são igualmente identificados por níveis elevados de preços face ao rendimento familiar médio. O crescimento do *stock* de empréstimos hipotecários em 2019 foi particularmente rápido na Bulgária e em Malta (acima de 10 % em relação ao ano anterior), e acima de 5 % em 14 outros países. Em alguns casos, verificou-se um forte crescimento a partir de níveis

[38] A evolução trimestral dos preços da habitação deflacionados pode ser afetada pela sazonalidade. É o caso, em especial, da Roménia, devido ao caráter sazonal do deflator utilizado, o deflator das contas nacionais para as despesas de consumo final privado. Dados mais recentes, baseados no índice de preços da habitação Valueguard Hox, indicam que os preços nominais da habitação na Suécia aumentaram 8,9 % em termos anuais em setembro de 2020.

[39] Estas estimativas foram obtidas a partir de uma amostra aleatória estratificada por região para casas e apartamentos com um máximo de 600 metros quadrados. Os dados proveem do sítio Web da Idealita.com. Para cada país, a dimensão inicial da amostra era de cerca de 1 700 a 2 000 bens imobiliários. A composição da amostra é dinâmica, uma vez que alguns bens imobiliários deixam de estar disponíveis e são incluídos novos bens imobiliários. O preço mediano por metro quadrado foi analisado ao longo do tempo entre abril e setembro de 2020, revelando um padrão claramente descendente nos três países analisados.

[40] As previsões dos preços da habitação fazem parte das previsões dos serviços da Comissão Europeia, calculadas no âmbito de um modelo de correção de erros, utilizando como variáveis explicativas: população, rendimento disponível, parque habitacional, taxa de juro de longo prazo e deflator dos preços das despesas do consumo final privado, bem como o valor residual da relação de cointegração estimada.

já relativamente elevados, nomeadamente na Bélgica, em França, na Alemanha, no Luxemburgo e em Malta. Com exceção da Grécia e de Portugal, o forte crescimento dos preços da habitação estava associado a um forte crescimento do crédito hipotecário[41].

3.3 Setor das administrações públicas

Os rácios da dívida pública continuaram a diminuir na maioria dos Estados-Membros em 2019 num contexto de prossecução de condições económicas favoráveis, mas voltaram a aumentar em toda a UE e, nomeadamente, nos países mais afetados pela crise da COVID-19. Em 2019, os rácios da dívida excederam o limiar do painel de avaliação de 60 % do PIB em 12 Estados-Membros (14 em 2018). A Grécia, Itália e Portugal apresentaram uma dívida superior a 100 % do PIB. A Bélgica, Chipre, França e Espanha encontravam-se ligeiramente abaixo desse nível. Outros Estados-Membros com uma dívida superior a 60 % do PIB incluem a Áustria, a Croácia, a Hungria e a Eslovénia. Em 2019, as reduções dos rácios da dívida pública foram mais visíveis (mais de 5 pontos percentuais do PIB) em Chipre, na Grécia e na Irlanda, embora a dívida pública se tenha mantido inalterada em França e em Itália. Em 2019 e em alguns anos anteriores, em certos casos, nomeadamente na Bélgica, em Chipre, em França e em Portugal, a dívida pública superior a 60 % do PIB era concomitante com uma dívida do setor privado superior ao respetivo limiar do painel de avaliação.

Os rácios dívida pública/PIB estão claramente a aumentar com a crise da COVID-19. A perda de produto e receitas associada às recessões em 2020 e as medidas de apoio alargadas adotadas pelos governos para atenuar o impacto da crise estão na origem do aumento do endividamento e do crescimento dos *stocks* de dívida em todos os Estados-Membros da UE. Os governos deixaram os estabilizadores automáticos funcionar durante a crise e prestaram apoio direto orçamental e de liquidez para atenuar a crise sanitária e a contenção das despesas do setor privado. Além disso, parte do aumento dos rácios dívida/PIB em 2020 é o efeito mecânico de um PIB nominal muito reduzido.

- **Prevê-se que, até ao final de 2021, os rácios da dívida pública continuem a ser mais elevados do que em 2019 em todos os países da UE, por vezes por uma grande margem.** No final de 2020, claramente mais Estados-Membros deverão ultrapassar o limiar de 60 % do PIB e alguns encontrar-se-ão acima de 100 %. Em 2021, os rácios da dívida deverão estabilizar-se ou diminuir ligeiramente em cerca de metade dos países, com o impulso da recuperação e as previsões de défices inferiores (Gráfico 26). No entanto, nos restantes países da UE, a dívida pública deverá continuar a aumentar em 2021, nomeadamente na Roménia, onde se prevê que o elevado défice público se venha a agravar ainda mais no próximo ano e o rácio da dívida a aumentar de forma acentuada, embora a partir de níveis relativamente baixos.
- **Os aumentos dos rácios da dívida pública deverão, em geral, ser mais acentuados nos casos em que os níveis da dívida anteriores à crise já eram relativamente elevados.** Tal reflete o facto de as recessões terem, em geral, sido mais graves nestes países, principalmente devido ao

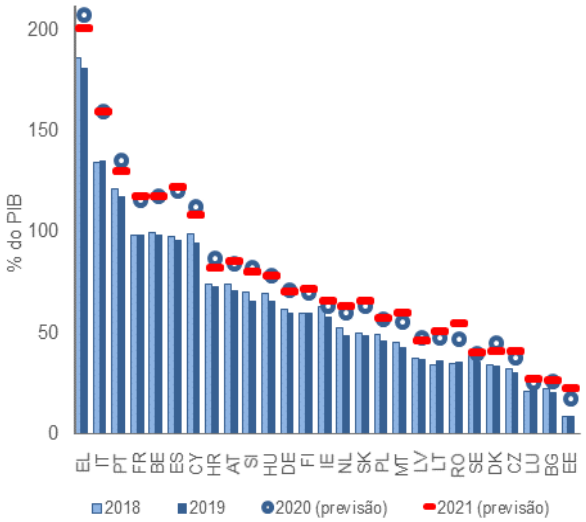
[41] Em setembro de 2019, o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) emitiu recomendações e advertências específicas por país sobre as vulnerabilidades no médio prazo do setor da habitação a nove Estados-Membros: recomendações dirigidas à Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Luxemburgo, Países Baixos e Suécia,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

facto de as infeções se terem generalizado ou terem sido seguidas de medidas de confinamento rigorosas e por essas economias dependerem numa maior medida de setores como o turismo. Prevê-se que a Grécia, a Itália e a Espanha registem aumentos dos rácios da dívida pública superiores a 20 pontos percentuais do PIB em 2020. O aumento da dívida reflete também os ajustamentos *stock*-fluxo com efeito de agravamento da dívida, que incluem também formas de apoio financeiro não registadas nos saldos orçamentais das administrações públicas. Prevê-se que estes efeitos sejam mais elevados em Chipre, Dinamarca, Alemanha e Eslovénia.

- **O financiamento das administrações públicas não se tornou mais oneroso.** A rendibilidade das obrigações do Tesouro manteve-se estável ou em declínio ao longo de 2019. Após o choque induzido pela COVID-19 e a subsequente turbulência nos mercados financeiros em março e abril, estes mercados subiram em alguns países da área do euro, mas também em países não pertencentes à área do euro. No entanto, num contexto de volatilidade reduzida nos mercados financeiros e na sequência de uma ação alargada desenvolvida pelas autoridades monetárias, os rendimentos voltaram a diminuir e convergiram para os níveis prevalecentes anteriormente em 2020, sendo em alguns casos ainda mais baixos, e recuperando apenas em muito poucos casos.

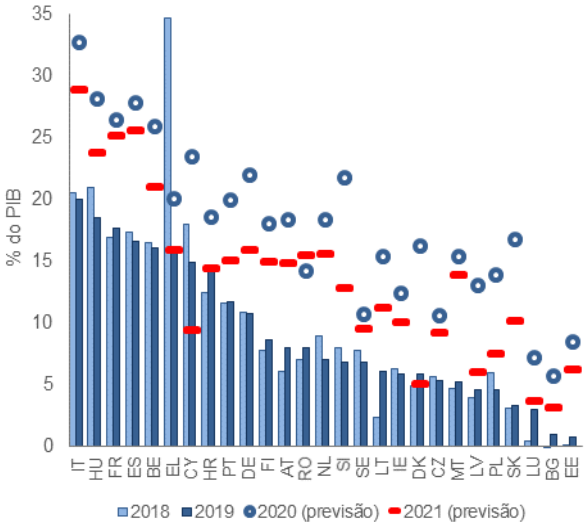
A estrutura da dívida pública pode comportar riscos adicionais para alguns países. As estruturas de maturidade da dívida pública diferem significativamente entre os Estados-Membros, o que implica também diferentes necessidades de refinanciamento num futuro próximo. Prevê-se que as necessidades brutas de financiamento nos próximos anos sejam iguais ou superiores a 20 % do PIB para a Bélgica, França, Hungria, Itália e Espanha (Gráfico 27). Alguns países não pertencentes à área do euro fora do MTC II, incluindo a Hungria e a Roménia, enfrentam riscos adicionais devido a proporções relativamente grandes da sua dívida pública expressas em moeda estrangeira.

Gráfico 26: Dívida das administrações públicas



Fonte: AMECO, os dados relativos a 2020 e 2021 são extraídos das previsões económicas da Comissão Europeia do outono de 2020.
Nota: os países são ordenados por ordem decrescente da dívida pública em 2019, em termos do seu PIB.

Gráfico 27: Necessidades brutas de financiamento das administrações públicas



Fonte: cálculos dos serviços da Comissão.
Nota: as necessidades brutas de financiamento são calculadas como a soma do défice orçamental, dos ajustamentos *stock*-fluxo e das amortizações de dívida. Os países são ordenados por ordem decrescente das necessidades de financiamento das administrações públicas em 2019, em termos do seu PIB.

3.4 Setor financeiro

O setor bancário da UE reforçou-se consideravelmente nos últimos anos, apesar dos desafios remanescentes associados à baixa rendibilidade e aos empréstimos não produtivos em alguns Estados-Membros.

- **O setor bancário da UE está em melhor forma do que no início da crise financeira mundial.** Os empréstimos não produtivos (NPL) diminuíram substancialmente, especialmente nos países em que eram mais elevados. Os rácios de capital cessaram de crescer em 2018, após terem ultrapassado os requisitos regulamentares de fundos próprios de nível 1 em todos os Estados-Membros. Os bancos dispõem também de reservas de liquidez muito mais fortes do que há uma década. O crescimento do passivo do setor financeiro permaneceu limitado em 2019, com apenas a Hungria a ultrapassar o limiar do painel de avaliação.
- **O setor bancário da UE continua a ser confrontado com baixos níveis de rendibilidade**, que enfraqueceram ainda mais em 2019, numa conjuntura de baixas taxas de juro. A rendibilidade afigura-se particularmente baixa em Chipre, na Alemanha, na Grécia, na Irlanda e em Portugal. Quanto aos rácios de capital, são comparativamente mais baixos na Alemanha, Grécia, Hungria, Portugal e Espanha.
- **Alguns países da UE são confrontados com uma combinação de baixa rendibilidade, rácios de capital abaixo da média e elevados níveis de empréstimos não produtivos** (Gráfico 28 e Gráfico 29).[42] Na Grécia, o rácio de empréstimos não produtivos diminuiu, mas é ainda de cerca de 35 %, enquanto a rendibilidade é apenas marginalmente positiva e os rácios de capital figuram entre os mais baixos da UE. Os bancos cipriotas registaram melhorias consideráveis no seu rácio muito elevado de empréstimos não produtivos, que desceu para baixo de 20 %, e a rendibilidade dos bancos foi positiva, mas inferior à média da UE. Em Itália, na Bulgária e em Portugal, o rácio de empréstimos não produtivos diminuiu acentuadamente nos últimos anos, com reduções adicionais mais moderadas em 2019, passando para menos de 7 %. Os rácios de capital estão abaixo da média em Itália e em Portugal, sendo a rendibilidade mais baixa, em especial, no caso de Portugal.

O choque decorrente da COVID-19 é suscetível de ter um impacto significativo na qualidade dos ativos bancários, na rendibilidade e no capital. Estes efeitos ainda não são visíveis, podendo levar algum tempo a revelar-se devido também às medidas de apoio abrangentes. O choque provocado pela COVID-19 resultou num grande retrocesso para as perspetivas económicas e alguns bancos estão

[42] Entende-se por NPL, para efeitos dos indicadores auxiliares do painel de avaliação, o valor total bruto dos adiantamentos e NPL como percentagem do valor total bruto dos empréstimos e adiantamentos (montante escriturado bruto), para o setor de relato «Grupos bancários e bancos nacionais, filiais sob controlo estrangeiro e sucursais sob controlo estrangeiro, todas as instituições». O quadro 2.1, que consta do anexo, fornece estes valores. Os dados harmonizados sobre os rácios de NPL só estão disponíveis desde 2014. Por conseguinte, no que se refere aos dados respeitantes a 2008 e ao «aumento até ao valor culminante», o Gráfico 29 apresenta o rácio entre o valor bruto dos instrumentos de dívida não produtivos, por um lado, e o valor bruto total dos instrumentos de dívida, por outro, que está disponível em séries cronológicas mais longas e que abrange também, para além dos empréstimos, outros instrumentos de dívida detidos pelo setor bancário. Este último é, em geral, ligeiramente inferior aos rácios de NPL, em grande parte devido ao facto de o denominador ser maior, ou seja, o valor bruto total dos instrumentos de dívida ser superior ao total dos empréstimos. A diferença máxima entre os dois rácios ascende atualmente a 4 pontos percentuais (na Grécia), situando-se na maioria dos países abaixo de 1 ponto percentual.

significativamente expostos a setores desproporcionadamente afetados pela crise. A ampla liquidez fornecida pelos bancos centrais ajudou a limitar uma crise de crédito na sequência do surto de COVID-19 e a suspensão dos pagamentos de dividendos e uma certa flexibilização temporária da regulamentação estão também a dar alguma margem de manobra aos bancos. No entanto, estão a surgir alguns desafios que podem afetar os balanços e o capital dos bancos[43]:

- **Aumento do volume de empréstimos não produtivos.** As dificuldades de reembolso das dívidas por parte das empresas não financeiras cuja rentabilidade é mais afetada pela crise da COVID-19 implicarão muito provavelmente um aumento dos empréstimos não produtivos (NPL). Prevê-se que as falências aumentem especialmente nos setores em que a possibilidade de redução do distanciamento físico é mais limitada. O facto de os rendimentos das famílias e as perspetivas de emprego estarem comprometidos implicará que também maiores proporções das dívidas hipotecárias poderão tornar-se não produtivas. Além disso, nos países com problemas herdados do passado, os bancos terão mais dificuldade em vender empréstimos não produtivos existentes. Já se verificam pagamentos em atraso devido às moratórias. Uma vez que estão em vigor moratórias, uma parte dos empréstimos que seriam normalmente classificados como NPL não pode atualmente ser classificada como tal. Os dados disponíveis para uma amostra de bancos sistémicos da UE sugerem que o volume de NPL deixou de diminuir a partir do segundo trimestre de 2020[44]. As estimativas preliminares da possível evolução dos rácios de NPL apontam para um aumento considerável[45].

- **Prevê-se que a rendibilidade dos bancos da UE continue a agravar-se.** Prevê-se que a rendibilidade diminua ainda mais em consequência da redução da procura de crédito, das margens de juro comprimidas e das perdas de crédito[46]. As avaliações dos capitais próprios dos bancos têm registado continuamente reduções importantes na sequência do surto de COVID-19. As avaliações dos capitais próprios dos bancos estagnaram já em 2019 e sofreram uma queda significativa em março de 2020, exatamente no início do surto de COVID-19, tendo posteriormente apenas recuperado marginalmente, ficando claramente atrás dos índices gerais das bolsas europeias.

- **Avaliação dos ativos.** Os bancos estão a absorver grandes proporções de obrigações do Tesouro. As instituições financeiras ligadas à dívida soberana em países com finanças públicas mais frágeis poderão estar expostas a ciclos viciosos. Além disso, o arrefecimento dos mercados imobiliários, nomeadamente do imobiliário comercial, pode reduzir o valor das garantias hipotecárias e conduzir a um ciclo vicioso entre os preços da habitação, os balanços dos bancos e a disponibilidade de créditos hipotecários.

Esta crise irá prolongar ainda mais o atual contexto de baixas taxas de juro, com um possível impacto negativo no setor financeiro não bancário. Uma vez que a conjuntura de baixa rendibilidade

---

[43] Para um teste de esforço recente do BCE, destinado a estimar a perda de capital para o setor bancário da área do euro em cenários alternativos, ver: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

[44] Fonte: Painel de riscos da EBA, segundo trimestre de 2020.

[45] O rácio de NPL na área do euro poderá aumentar entre dezembro de 2019 e 2021 em 1,7 e 2,3 pontos percentuais — de acordo com Allianz Research, «Bancos europeus — Poderão 300 mil milhões de EUR de NPL adicionais esmagar a retoma na Europa?» de julho de 2020.

[46] BCE, Análise da Estabilidade Financeira de maio de 2020. EBA, *The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts*, nota temática EBA/REP/2020/17.

afeta, em especial, os ativos financeiros de baixo risco, reduz igualmente a rendibilidade e o balanço das instituições financeiras não bancárias com carteiras de ativos investidas sobretudo nesses ativos de baixo risco, como as companhias de seguros, nomeadamente o seu subsetor dos seguros de vida, e os fundos de pensões. Em busca de fontes de rendimento, muitas instituições financeiras não bancárias aumentaram a sua alavancagem e exposição a ativos mais arriscados, cujos preços diminuíram após o surto de COVID, induzindo perdas significativas de valorização, em particular, para os fundos de investimento. Os recentes desenvolvimentos deverão também ter um impacto negativo no setor dos seguros[47].

Gráfico 28: Rentabilidade e capital do setor bancário

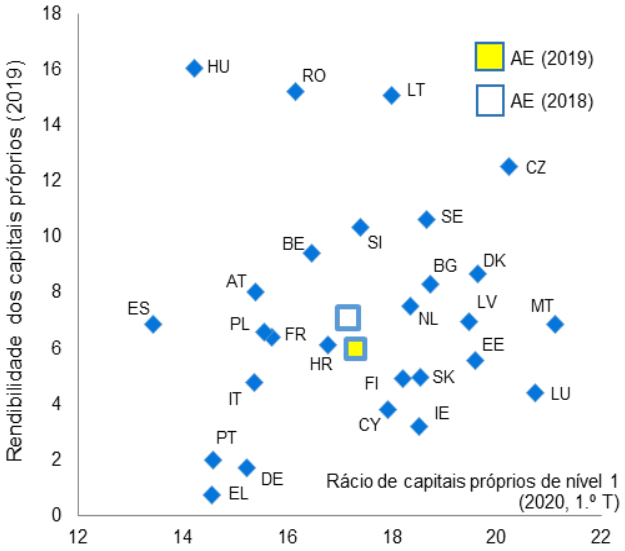
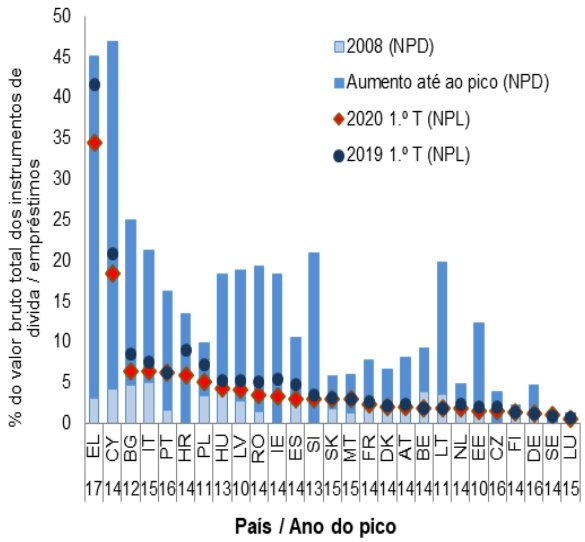


Gráfico 29: Empréstimos não produtivos



Fonte: BCE, cálculos dos serviços da Comissão.
Nota: Os valores médios para a área do euro constantes do Gráfico 28 são não ponderados pela dimensão da economia. Não existem dados relativamente aos instrumentos de dívida não produtiva bruta de 2008 da Croácia, Chéquia, Irlanda, Eslovénia e Suécia. No Gráfico 29, os dados respeitantes a 2008 e o «aumento até ao valor culminante» dizem respeito ao rácio entre o valor bruto dos instrumentos de dívida não produtiva (NPD) e o valor bruto total dos instrumentos de dívida; os rácios de NPL dizem respeito ao primeiro trimestre de 2018 e ao primeiro trimestre de 2019; os números indicados abaixo do código de país indicam o ano em que os instrumentos de dívida não produtiva atingiram o pico.

[47] EIOPA (2020): Relatório de Estabilidade Financeira de julho de 2020.

Caixa 2: Evolução do emprego e da situação social

Em 2019, antes da pandemia, continuaram a registar-se melhorias nos mercados de trabalho da UE, apesar de a economia europeia já estar a abrandar. O emprego continuou a crescer na UE em 2019, tendo sido atingido um novo número recorde de pessoas empregadas. Em 2019, a taxa de emprego aumentou em quase todos os Estados-Membros. A Bulgária registou o maior aumento da taxa de emprego (2,4 pontos percentuais), seguida de Chipre (1,9 pontos percentuais), da Grécia (1,6 pontos percentuais) e da Croácia (1,5 pontos percentuais). O desemprego continuou a diminuir em quase todos os Estados-Membros, atingindo a sua taxa mais baixa desde 2000 (6,5 %) em dezembro de 2019 e todos os países entraram em 2020 com as taxas de desemprego mais baixas verificadas desde 2013. A queda foi em especial maior nos países com elevados níveis de desemprego, como a Grécia e a Croácia (-2 pontos percentuais), Chipre (-1,3 pontos percentuais) e Espanha (-1,2 pontos percentuais), enquanto na Suécia a taxa de desemprego aumentou 0,4 pontos percentuais, e no Luxemburgo e na Lituânia, manteve-se em torno do mesmo nível de 2018, embora a partir de níveis comparativamente baixos nos três casos. Assim, as diferenças entre países em termos de taxas de desemprego diminuíram acentuadamente, mas permaneceram significativas antes do surto de COVID-19.

As taxas de atividade revelaram-se também bastante resilientes face ao abrandamento pré-pandemia, ao passo que *o desemprego dos jovens* e *o de longa duração* melhoraram de forma mais acentuada do que o resto dos indicadores do mercado de trabalho. Em 2019, a taxa de atividade (15-64 anos) diminuiu apenas em França (-0,4 pontos percentuais), na Letónia (-0,2 pontos percentuais) e na Estónia (-0,2 pontos percentuais). A diferença entre os países com a taxa de atividade mais baixa e a mais elevada manteve-se praticamente inalterada em cerca de 16 pontos percentuais. O *desemprego de longa duração* diminuiu em todos os Estados-Membros em 2019, tendo todos os países registado taxas inferiores às verificadas três anos antes. As taxas de desemprego de longa duração mais elevadas foram observadas na Grécia (12,2 % da população ativa), em Itália (5,6 %) e em Espanha (5,3 %). Em quase todos os países da UE, a *taxa de desemprego dos jovens* diminuiu nos três anos até 2019; no entanto, era ainda superior a 30 % na Grécia e em Espanha e a Itália situava-se pouco abaixo desse nível. Simultaneamente, 10,1 % dos jovens (com idades entre os 15-24 anos) da UE em 2019 não trabalhavam, não estudavam nem seguiam qualquer formação. Além disso, vários Estados-Membros (incluindo a Bulgária, Croácia, Chipre, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Roménia, Eslováquia e Espanha) apresentavam taxas superiores a 10 %.

A pobreza e a exclusão social continuaram a diminuir em 2019, mas permanecem elevadas em vários Estados-Membros. A percentagem de pessoas em risco de pobreza ou de exclusão social voltou a diminuir na UE (para 21,4 % em 2019)[48]. Todos os países registaram reduções nos três anos até 2019, exceto a Suécia e o Luxemburgo, que registaram aumentos, embora a partir de níveis comparativamente baixos. Apesar de uma queda significativa das taxas de pessoas em risco de pobreza ou de exclusão social (de quase 39 % para 32,5 %), a Bulgária continua a registar o nível mais elevado da UE, seguida da Roménia e da Grécia (mais de 30 % em ambos os casos), estando a Espanha, a Letónia e a Lituânia com taxas acima de 25 %.

No entanto, o surto de COVID-19 alterou drasticamente as perspetivas. No espaço de poucas semanas, as perspetivas para 2020 deterioraram-se muito. No segundo trimestre de 2020, o PIB foi quase 15 % inferior ao do final de 2019 (18 % para a área do euro) e o emprego diminuiu 3 %, ou seja, menos 6 milhões de postos de

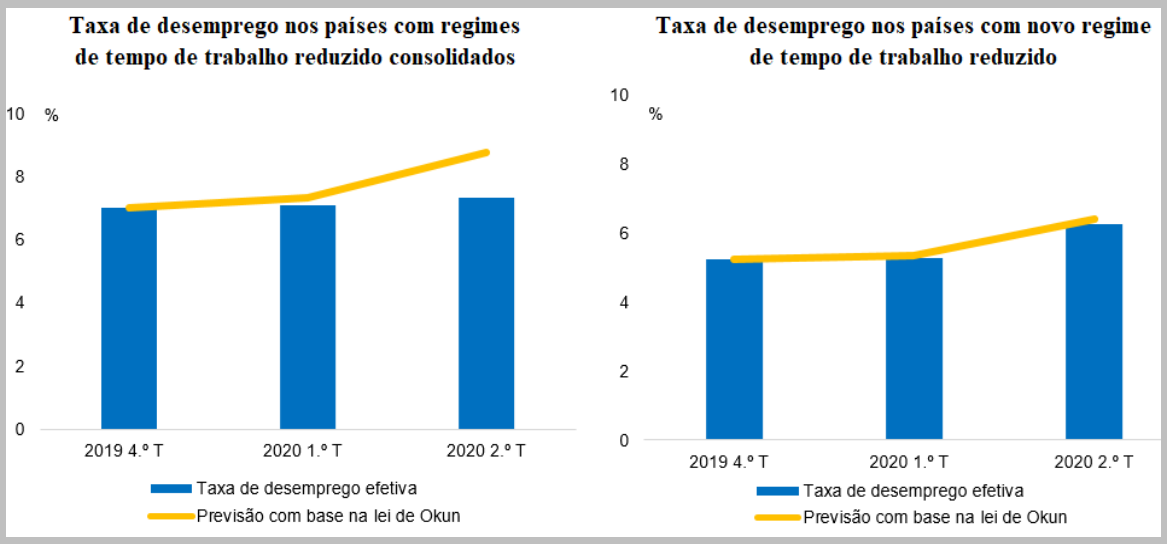
[48] Média ponderada dos 25 Estados-Membros cujos dados estavam disponíveis até 23 de outubro de 2020. O indicador *pessoas em risco de pobreza ou de exclusão social* corresponde à percentagem de pessoas que se encontram em situação vulnerável de acordo com, pelo menos, um de três indicadores sociais: 1) *Risco de pobreza*, que mede a pobreza monetária relativamente à distribuição do rendimento nacional e é calculado como a proporção de pessoas cujo rendimento disponível (ajustado em função da composição do agregado familiar) é inferior a 60 % da mediana nacional; 2) *Privação material grave*, que abrange indicadores relacionados com a falta de recursos e representa a percentagem de pessoas afetadas por, pelo menos, quatro de nove elementos de privação, com base na incapacidade para suportar determinados tipos de despesas; 3) *Pessoas que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa* são aquelas que, tendo entre 0 e 59 anos, vivem em agregados familiares onde os adultos (entre 18 e 59 anos) trabalharam menos de 20 % do seu potencial de trabalho total durante o ano anterior.

trabalho (2,9 % para a área do euro). Estas são as maiores descidas jamais registadas numa fase inicial de uma recessão. Além disso, há uma grande incerteza associada às consequências deste choque sem precedentes, uma vez que o impacto económico pode variar significativamente de país para país, em função, entre outros fatores, da intensidade dos surtos e das diferentes especializações setoriais.

O recurso extensivo a regimes de tempo de trabalho reduzido atenuou o impacto da recessão no desemprego. Embora a taxa de desemprego tenha efetivamente aumentado em todos os Estados-Membros, o que constitui uma clara rutura com a evolução registada nos anos anteriores, os aumentos foram relativamente reduzidos na maioria dos países. O recurso generalizado a regimes de tempo de trabalho reduzido contribuiu para travar a destruição maciça de postos de trabalho que muitos países teriam sofrido na sequência das graves perdas de produto dos dois primeiros trimestres de 2020. Tal é particularmente o caso dos países com regimes de redução do tempo de trabalho instituídos; embora nos países que introduziram recentemente regimes deste tipo, em parte devido à conceção dos seus regimes ou a atrasos na implementação, os mesmos quase não atenuam o aumento do desemprego em comparação com o que se poderia esperar com base em dados históricos (figura 1)[49].

A diminuição da taxa de atividade explica a diminuição das taxas de desemprego observada em alguns Estados-Membros. A gravidade da recessão levou muitos desempregados à inatividade, uma vez que desistiram da procura de emprego. Em nove Estados-Membros, que representam mais de um terço da população da UE, verificou-se uma contração da taxa de atividade. Para a UE no seu conjunto, a taxa de atividade (para pessoas com idade entre os 15-64 anos) caiu de 73,5 % no quarto trimestre de 2019 para 71,8 % no segundo trimestre de 2020. Por exemplo, em Itália, a diminuição da taxa de desemprego em 2 pontos percentuais entre janeiro e abril reflete a diminuição mais acentuada da taxa de atividade (3,5 pontos percentuais) do que a da taxa de emprego (-1,7 pontos percentuais).

Gráfico: Taxa de desemprego real na presença de regimes de tempo de trabalho reduzido e a lei de previsão de Okun



Fonte: Evolução do mercado de trabalho e dos salários na Europa - 2020
Nota: A lei de Okun remete para a relação observada entre o desemprego e as perdas no produto de um país.

[49] Comissão Europeia (2020), *Labour Market and Wage Developments in Europe 2020* (a publicar). Países com regimes de tempo de trabalho reduzido consolidados: Áustria, Bélgica, Alemanha, Espanha, Finlândia, França, Itália, Luxemburgo, Portugal e Suécia.

A crise da COVID-19 está a atingir os trabalhadores mais vulneráveis de forma desproporcionada e pode exigir esforços sustentados para atenuar as crescentes desigualdades sociais e económicas. O impacto da pandemia no emprego varia consoante os países, os setores e os trabalhadores[50]. Em especial, os trabalhadores economicamente mais vulneráveis (trabalhadores pouco qualificados, trabalhadores com salários baixos, migrantes nascidos fora da UE) e os jovens trabalhadores são suscetíveis de ter um emprego em setores particularmente expostos aos riscos epidemiológicos (comércio retalhista, serviços de alojamento e restauração); na sua maioria, encontram-se em formas atípicas de emprego. Em consequência, na ausência de medidas corretivas, o impacto da COVID-19 poderá ter um impacto proporcionalmente maior nas pessoas com rendimentos mais baixos, conduzindo a um aumento das taxas de pobreza. Neste contexto, os Estados-Membros adotaram medidas temporárias para apoiar os grupos vulneráveis com rendimentos muito baixos e as pessoas sem direito a prestações de desemprego. No futuro, as respostas políticas nacionais, apoiadas por iniciativas da UE como o instrumento SURE, a iniciativa reactEU, os FEEI e o MRR, são importantes para atenuar eficazmente as consequências da crise na situação social.

[50] Ver Basso, G., et al. (2020), «The new hazardous jobs and worker reallocation», OCDE *Social, Employment and Migration Working Papers* n.º 247, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

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

Os desequilíbrios macroeconómicos foram sobretudo corrigidos até 2019, num contexto de condições económicas favoráveis, mas estão a surgir novos riscos após o surto de COVID-19.

- **Os desequilíbrios de fluxos corrigidos após a crise financeira de 2008 e** a expansão económica verificada desde 2013 ajudaram a reduzir os desequilíbrios de *stocks*, graças principalmente a um maior denominador que provocou a descida dos rácios dívida/PIB. Ao mesmo tempo, nos últimos anos, a expansão acarretou alguns riscos de sobreaquecimento, principalmente ao nível dos preços da habitação e da competitividade em termos de custos, especialmente em países onde o crescimento económico foi mais robusto. Estas tendências continuaram até 2019.
- **Na sequência do surto de COVID-19, alguns dos desequilíbrios macroeconómicos existentes podem estar a agravar-se e podem surgir novos riscos.** Os dados previsionais e infra-anuais sugerem, nomeadamente, que os rácios da dívida pública e privada face ao PIB estão atualmente a aumentar. Prospetivamente, as perspetivas de reembolso da dívida poderão estar em risco pela persistência de níveis deprimidos de atividade económica, pelas falências de empresas e por um mercado de trabalho débil. Os balanços dos bancos poderão ser futuramente afetados pelas dificuldades a nível do reembolso das dívidas, bem como por uma rendibilidade reduzida. Ao mesmo tempo, o crescimento excessivo dos preços da habitação, que caracterizou o passado recente, pode transformar-se em correções no sentido da baixa.

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

- Alguns Estados-Membros continuam a ser principalmente afetados por *vulnerabilidades múltiplas e interligadas em termos de stocks*. É o caso dos países que foram atingidos por ciclos de forte expansão/contração do crédito associados a inversões da balança corrente, na sequência da crise financeira mundial, que tiveram também implicações ao nível do setor bancário e da dívida pública. Alguns destes Estados-Membros foram gravemente afetados pela recessão provocada pela COVID-19, refletindo também a importância relativamente elevada do turismo nas suas economias.
    - No caso de Chipre e da Grécia, os volumes elevados de dívida e as posições líquidas de investimento internacional largamente negativas estão associados a desafios duradouros para o setor financeiro, embora tenham sido registadas no setor bancário de Chipre melhorias quanto aos NPL e à rendibilidade, e a redução dos NPL tenha acelerado igualmente na Grécia em 2019, os seus níveis continuam a ser muito elevados. No caso da Grécia, o crescimento potencial do produto tem sido reduzido, num contexto de desemprego elevado.
    - Na Croácia, Irlanda, Portugal e Espanha, as vulnerabilidades decorrentes de problemas herdados a nível dos *stocks* são também significativas, múltiplas e interligadas. Nestes países, os desequilíbrios relativos aos *stocks* diminuíram até ao presente em resultado do crescimento nominal do PIB. Nalguns casos isso estava associado ao ressurgimento de um forte crescimento dos preços da habitação (na Irlanda e, mais recentemente, em Portugal), bem como à retoma do crescimento dos CUT e à estagnação dos ganhos em matéria de competitividade em Portugal e Espanha. No entanto, estas tendências parecem estar a diminuir

com a crise, ao passo que os rácios dívida/PIB estão a aumentar devido ao menor crescimento nominal do PIB e ao aumento dos empréstimos contraídos.

- Na Roménia e na Hungria, as vulnerabilidades prendem-se com a interação entre a dívida pública e o financiamento externo. Na Roménia, o défice da balança corrente agravou-se após anos de muito forte crescimento dos custos unitários do trabalho e do crescimento dinâmico da procura interna. A dívida pública tem vindo a aumentar rapidamente e deverá aumentar ainda mais, aumentando as necessidades de financiamento externo. Na Hungria, a dívida pública gera grandes necessidades de financiamento devido aos prazos curtos e a fonte desse financiamento é, em parte, externa. Em ambos os países, uma parte relevante da dívida é denominada em moeda estrangeira.

- Em alguns Estados-Membros, as vulnerabilidades estão sobretudo associadas a *grandes volumes de dívida pública que a crise está a agravar*, em associação a problemas relacionados com o *crescimento potencial do produto* e com a *competitividade*. É o caso, especialmente, da Itália, onde as vulnerabilidades estão também ligadas ao setor bancário e ao ainda elevado volume de NPL que, todavia, tem vindo a diminuir rapidamente até, pelo menos, o início da crise, num contexto de desempenho do mercado de trabalho persistentemente fraco. A Bélgica e França defrontam-se principalmente com problemas relacionados com a elevada dívida pública e com o crescimento potencial, num contexto em que a competitividade também está sujeita a pressão. Em França, um volume relativamente elevado de dívida privada estava a aumentar já antes desta última crise e aumentou claramente ainda mais no corrente ano. Na Bélgica, o nível relativamente elevado e crescente do endividamento das famílias está associado a uma eventual sobrevalorização dos preços da habitação; embora continue sólida, a posição externa enfraqueceu um pouco recentemente. Prevê-se que as dívidas públicas nestes países cresçam devido à atual recessão, que está a afetar as receitas públicas, e às medidas tomadas para amortecer o impacto da crise. No caso da Bélgica, tanto a dívida privada como a dívida pública deverão crescer a partir de níveis já acima dos limiares do painel de avaliação do PDM.

- Alguns Estados-Membros caracterizam-se por uma diminuição significativa e constante dos excedentes da balança corrente, que continuam a ser superiores aos níveis justificados pelos parâmetros económicos fundamentais. É o caso designadamente da Alemanha e dos Países Baixos. Nos Países Baixos, o forte excedente está associado a um elevado nível de endividamento das famílias e a um forte crescimento dos preços da habitação; registaram-se recentemente pressões sobre os preços da habitação igualmente na Alemanha, mas os níveis de endividamento são comparativamente baixos. Os excedentes elevados, embora em redução, podem refletir uma perda de oportunidades de crescimento e investimento nacional, com consequências para o resto da área do euro, num contexto em que a inflação permanece abaixo das metas e em que a procura externa se tem vindo a contrair.

- Em alguns Estados-Membros, *a evolução do mercado da habitação conduziu a riscos associados às avaliações dos preços da habitação num contexto de elevada dívida das famílias*. Tal é designadamente o caso da Suécia e, em menor medida, da Áustria, Dinamarca e Luxemburgo, onde se registou nos últimos anos um crescimento sustentado dos preços da habitação, num contexto de possíveis diferenciais de sobrevalorização e de níveis significativos de endividamento das famílias. Os dados dos últimos anos apontam para um certo ajustamento em baixa, mas de curta duração, dos preços e das sobreavaliações na Suécia, e para um crescimento moderado dos preços da habitação nos outros casos (exceto o Luxemburgo). Embora não pareça ter sido afetada pelo forte crescimento dos preços da habitação ou por uma eventual sobrevalorização, a Finlândia regista, contudo, um elevado e crescente endividamento das famílias. A evolução pós-COVID-19

é suscetível de se caracterizar por desacelerações ou correções no sentido da baixa dos preços da habitação. O acompanhamento da situação deve verificar se esse ajustamento decorre de forma ordenada.

O agravamento contínuo dos desequilíbrios a nível de *stocks* não deve implicar automaticamente a necessidade de novas apreciações aprofundadas. O agravamento dos riscos, nomeadamente os riscos relacionados com a dívida pública e privada, diz respeito, em especial, aos países já identificados com desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos. Em segundo lugar, as previsões ainda estão rodeadas de uma grande incerteza, nomeadamente à luz da evolução da pandemia, um fator de incerteza que é provável que se mantenha generalizado aquando da elaboração das apreciações aprofundadas. Em terceiro lugar, os grandes aumentos dos rácios dívida/PIB em 2020 são, em parte, o resultado de quebras temporárias importantes no PIB nominal e de opções estratégicas deliberadas para amortecer o impacto da crise.

O presente RMA conclui pela justificação da realização de apreciações aprofundadas (AA) relativamente a 12 Estados-Membros: Croácia, Chipre, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Países Baixos, Portugal, Roménia, Espanha e **Suécia**. Estes Estados-Membros foram objeto de uma AA no anterior ciclo anual de supervisão no âmbito do PDM, tendo-se considerado que apresentavam desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos. As novas AA contribuirão para uma análise mais aprofundada desses desafios e para a avaliação das necessidades em termos políticos. Mais concretamente, as novas AA procurarão avaliar se esses desequilíbrios se estão a agravar ou a ser corrigidos, tendo em vista atualizar as avaliações anteriores.

O presente RMA destaca a necessidade de um acompanhamento estreito de uma evolução potencialmente arriscada de alguns Estados-Membros para os quais não serão elaboradas apreciações aprofundadas. Logo após o surto de COVID-19, surgiram preocupações relacionadas com o financiamento externo em vários Estados-Membros não pertencentes à área do euro. Desde então, as pressões do mercado abrandaram, mas podem voltar à superfície se se verificarem novamente as condições que justificam uma reapreciação dos riscos. Em especial, nos casos em que o Estado se financia parcialmente em moeda estrangeira e em que as finanças públicas são consideradas como apresentando um maior risco, e em que a Hungria surge como um caso em que a interação entre a contração de financiamento por parte do Estado e o financiamento externo deve ser acompanhada[51]. As implicações do aumento dos rácios dívida/PIB devem igualmente ser acompanhadas em alguns Estados-Membros que não estão atualmente sob vigilância no âmbito do PDM. Na Bélgica, tanto a dívida privada como a dívida pública deverão continuar a crescer acima dos limiares do PDM. Na Dinamarca, na Finlândia e no Luxemburgo, prevê-se que a dívida privada continue a crescer acima do limiar. A dívida pública deverá continuar a crescer acima de 60 % do PIB na Áustria e na Eslovénia. Esses desenvolvimentos comportam riscos adicionais para a estabilidade macroeconómica, estando rodeados de uma grande incerteza, dado as perspetivas da dívida dependerem crucialmente das perspetivas de crescimento no médio e longo prazo, atualmente de difícil estimação. Por este motivo, o RMA conclui que não é necessário que estes países sejam objeto de AA na fase atual.

[51] A interação entre as finanças públicas e o setor externo merece igualmente ser analisada no quadro da apreciação aprofundada prevista para a Roménia.

5. OBSERVAÇÕES ESPECÍFICAS PARA CADA ESTADO-MEMBRO

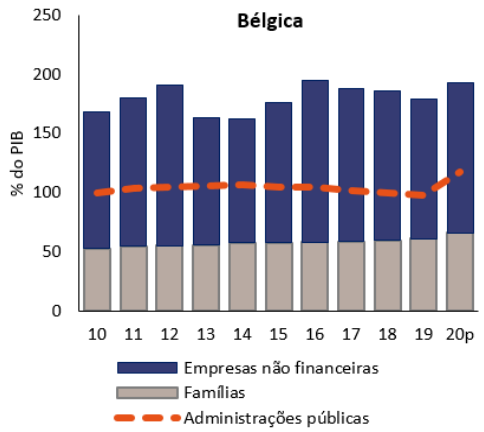
BÉLGICA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Bélgica. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da dívida do setor privado e da dívida pública estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,7 % em 2019 para -8,4 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 4,1 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,4 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **As vulnerabilidades externas permaneceram contidas.** A balança corrente registou um excedente marginal em 2019, ao passo que a PLII é claramente positiva, o que limita as preocupações de sustentabilidade externa. Os custos unitários do trabalho têm vindo a aumentar a um ritmo contido.
- O **endividamento do setor privado** manteve-se bastante acima do limiar em 2019, prevendo-se que continue a aumentar em 2020 para cerca de 200 % do PIB. A dívida das **empresas não financeiras** belgas é elevada, mas reflete, em grande medida, os empréstimos transfronteiras intragrupo, o que reduz os riscos. O **endividamento das famílias**, que reflete principalmente as dívidas hipotecárias, continuou a aumentar em 2019, graças a um fluxo de crédito líquido positivo. Depois de ter diminuído no primeiro semestre devido ao confinamento e medidas conexas, prevê-se que o investimento na habitação recupere no segundo semestre de 2020. Os preços da habitação aumentaram em 2019, verificando-se indícios de eventual sobreavaliação.

Gráfico A1: ***Dívida dos diferentes setores da economia***



Fonte: Eurostat

- Os **balanços dos bancos** foram reforçados nos últimos anos e os rácios de fundos próprios e de liquidez continuam a ser adequados. O já elevado nível da **dívida pública** deverá aumentar substancialmente com a crise da COVID-19 e prevê-se um aumento de 20 pontos percentuais, atingindo quase 118 % do PIB em 2020.
- As condições macroeconómicas favoráveis apoiaram a **criação de emprego e a taxa de desemprego** continuou a diminuir em 2019, após um pico em 2015. Esta tendência decrescente deverá inverter-se em 2020, em especial o desemprego deverá aumentar acentuadamente em 2021. A taxa de inatividade continua a ser elevada.

A Bélgica entrou na crise da COVID-19 sem desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com eventuais vulnerabilidades acumuladas associadas ao endividamento. Com a crise da COVID-19, o endividamento público e do setor privado aumentou e deve ser objeto de acompanhamento. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

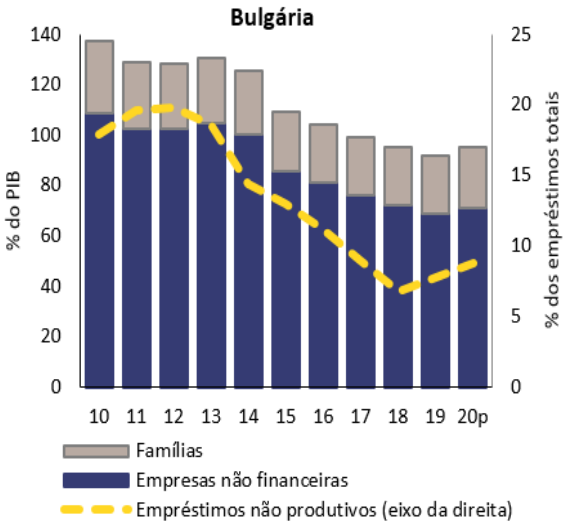
BULGÁRIA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Bulgária tinha deixado de registar desequilíbrios macroeconómicos. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, o indicador do crescimento nominal do custo unitário do trabalho está acima do limiar indicativo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 3,7 % em 2019 para -5,1 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 2,6 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,4 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- O excedente da **balança corrente** aumentou em 2019, mas prevê-se que venha a diminuir ligeiramente em 2020, com a quebra acentuada das receitas do turismo. A PLII negativa, que consiste, em grande medida, no IDE, continuou a melhorar, evoluindo de acordo com o limiar indicativo em 2019, prevendo-se que continue a melhorar no futuro. A moderação salarial no contexto da crise da COVID-19 é suscetível de reduzir as pressões sobre a competitividade em termos de custos no futuro, embora a retenção de mão de obra tenha resultado num aumento temporário do crescimento do custo unitário do trabalho em 2020.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- **O setor empresarial continuou a desendividar-se** em 2019, graças a um sólido crescimento nominal do PIB. A dívida das empresas é inferior ao limiar prudencial, mas acima do limiar fundamental. O crescimento do crédito aumentou em 2019, mas deverá diminuir em 2020, enquanto o rácio da dívida aumenta com a contração do PIB. O crescimento real dos **preços da habitação** abrandou um pouco em 2019, num contexto de aceleração do crédito hipotecário, mas é provável que, em 2020, se registe uma nova desaceleração devido à crise da COVID-19.
- A **dívida pública** deverá manter-se bem abaixo de 30 % do PIB em 2020, apesar do impacto orçamental da crise da COVID-19. O **setor financeiro** é rentável e está bem capitalizado. A estabilidade do sistema financeiro foi apoiada por uma melhor governação e supervisão. Em julho de 2020, a Bulgária aderiu ao MTC II e entrou na União Bancária. O rácio de NPL tem vindo a diminuir e atingiu 6,5 % em 2019. O desafio consiste em evitar futuramente o aumento significativo dos NPL na sequência da supressão gradual das medidas de apoio do Estado em resposta à crise da COVID-19.
- **A evolução positiva do mercado de trabalho** continuou em 2019, reduzindo o desemprego para 4,2 %. A tendência de diminuição está a ser invertida com a crise da COVID-19, mas as perdas de emprego não se traduziram totalmente num forte aumento do desemprego, uma vez que a inatividade aumentou.

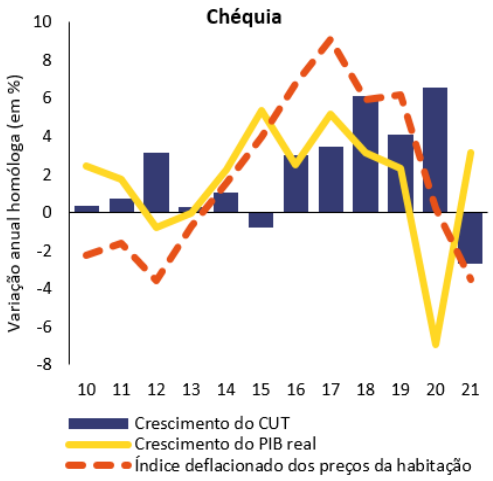
A Bulgária entrou na crise da COVID-19 sem desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora os empréstimos não produtivos e o endividamento das empresas sejam relativamente elevados, embora em redução. Com a crise da COVID-19, o rácio dívida das empresas/PIB deverá aumentar e os NPL poderão aumentar. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

CHÉQUIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Chéquia. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores do crescimento do custo unitário do trabalho e do crescimento dos preços da habitação estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2,3 % em 2019 para -6,9 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,1 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,8 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

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



Fonte: Eurostat

- A **posição externa** é relativamente sólida, com um défice da balança corrente limitado em 2019. A concentração das exportações e a integração nas cadeias de valor mundiais continuam a ser elevadas. A posição líquida de investimento internacional (PLII) continuou a melhorar, mas mantém-se negativa em cerca de -20 % do PIB em 2019. A PLII, excluindo os instrumentos não passíveis de incumprimento, tem vindo a melhorar também e mostra uma posição líquida de ativos claramente positiva.
- O crescimento dos **custos unitários do trabalho** foi moderado em 2019, mas manteve-se elevado. É provável que se verifique futuramente uma certa moderação salarial devido à crise da COVID-19, embora se preveja que a retenção de mão de obra resulte num aumento temporário do crescimento do custo unitário do trabalho em 2020.
- Os **preços da habitação** e a evolução do crédito hipotecário continuam a exigir vigilância. Em 2019, o crescimento real dos preços da habitação acelerou com o aumento dos indícios de sobrevalorização. No entanto, no período 2020-2021, o crescimento dos preços da habitação deverá desacelerar. O crédito líquido às famílias continuou a ser positivo e o crescimento do crédito hipotecário estabilizou em 2019. O crédito concedido registou um crescimento global moderado nos últimos anos, com uma certa desaceleração em 2019, e o **endividamento do setor privado** continua a ser baixo.
- O rácio da **dívida pública** voltou a diminuir em 2019, mas prevê-se que venha a aumentar para 40 % do PIB em 2020, em resultado da crise da COVID-19, e deverá manter-se a esse nível em 2021. O **setor bancário**, em grande medida sob controlo estrangeiro, está bem capitalizado e os níveis de capitais próprios são dos mais fortes da UE.
- O **mercado de trabalho** continuou a melhorar em 2019, devido à melhoria das condições macroeconómicas, tendo a taxa de desemprego diminuído para 2 %. Em resultado da crise da COVID-19, a taxa de desemprego deverá aumentar ligeiramente em 2020 e 2021, embora se mantenha a níveis muito baixos em comparação com a média da UE.

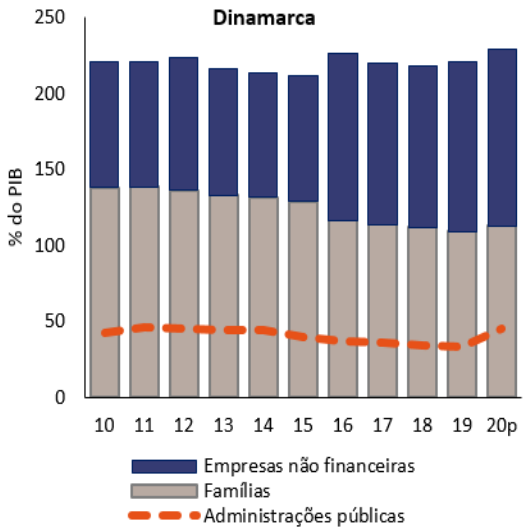
A Chéquia entrou na crise da COVID-19 sem quaisquer desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com uma competitividade e com pressões no mercado da habitação que implicam riscos limitados. Com a crise da COVID-19, as pressões sobre os custos diminuíram. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

DINAMARCA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Dinamarca. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores do excedente da balança corrente e da dívida do setor privado estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2,8 % em 2019 para -3,9 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,5 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,5 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes para o PDM pode ser resumido do seguinte modo:

Gráfico A4: ***Dívida dos diferentes setores da economia***



Fonte: Eurostat

- O **saldo da balança corrente** continuou a registar um grande excedente, tendo atingido 8,9 % do PIB em 2019, prevendo-se que seja reduzido para cerca de 7 % em 2020. Os excedentes consecutivos conduziram a uma posição líquida de investimento internacional (PLII) muito positiva, gerando um rendimento primário líquido positivo que, por sua vez, reforçou os saldos positivos da balança corrente.
- A **dívida do setor privado** manteve-se globalmente estável em 2019, enquanto o crescimento do crédito aumentou. Apesar de uma contínua tendência passiva para o desendividamento desde 2009, a **dívida das famílias** continua a ser a mais elevada da UE em cerca de 110 % do PIB em 2019, claramente acima dos limiares fundamentais e prudenciais, devendo aumentar em 2020. Contudo, os riscos relacionados com o endividamento dos agregados familiares são parcialmente compensados por importantes ativos detidos. O crédito líquido às famílias continuou a ser positivo em 2019. A acumulação de dívida continuou a ser apoiada pelos custos de financiamento baixos e por um tratamento fiscal favorável. Os **preços reais da habitação** continuaram a aumentar a um ritmo moderado, com indícios de uma certa sobrevalorização. O endividamento das empresas, apesar da recente tendência ascendente, continua a ser globalmente moderado.
- A **taxa de desemprego** continuou a melhorar em 2019, passando para 5 %, prevendo-se que aumente apenas moderadamente devido aos regimes de apoio estatal. Subsistem apenas algumas carências de mão de obra a nível setorial, o que modera as pressões no sentido do aumento dos salários.
- Os riscos associados **ao setor bancário e à dívida pública** continuam a ser moderados. Os bancos estão geralmente bem posicionados para suportar o crédito à economia. Devido à crise e aos importantes pacotes de emergência e recuperação instituídos pelo Governo, a dívida pública deverá aumentar cerca de 10 pontos percentuais em 2020, atingindo 45 % do PIB, mantendo-se assim claramente abaixo de 60 % do PIB.

A Dinamarca entrou na crise da COVID-19 sem quaisquer desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com um elevado endividamento das famílias e com pressões no mercado da habitação que implicam riscos limitados. Com a crise da COVID-19, o rácio da dívida das famílias deverá aumentar. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

ALEMANHA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Alemanha registava desequilíbrios macroeconómicos relacionados, nomeadamente, com o elevado excedente da balança corrente resultante de níveis tímidos de investimento em relação à poupança, tanto no setor público como no setor privado. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, o indicador do excedente da balança corrente ultrapassou o limiar indicativo.

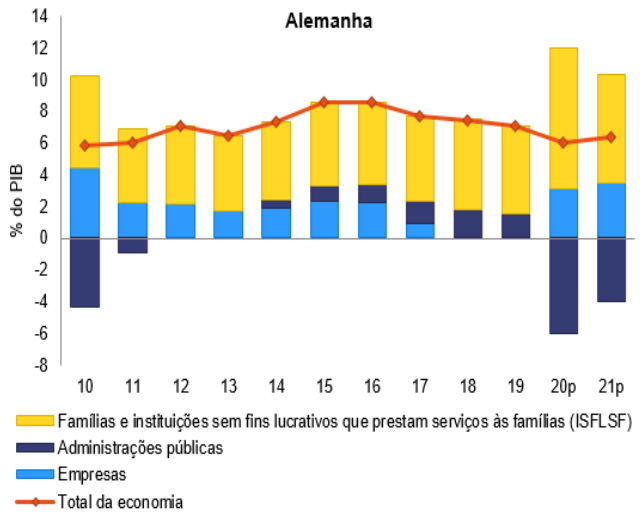
As recomendações dirigidas à Alemanha referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas ao investimento, ao apoio ao rendimento do trabalho, ao contexto empresarial e às pensões. Para além das políticas para combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito ao reforço do investimento público, ao apoio ao investimento privado e ao compromisso de evitar aumentos do cunha fiscal sobre o trabalho.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 0,6 % em 2019 para -5,6 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,5 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,7 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- O **excedente da balança corrente**, correspondente a 7,1 % do PIB em 2019, diminuiu progressivamente ao longo dos últimos anos. Em 2020, a queda abrupta do financiamento líquido contraído pelo Estado contribui para uma redução significativa do excedente, mesmo no caso de o setor privado aumentar a sua posição líquida de contração de empréstimos. Em 2020, o excedente da balança comercial diminui igualmente à medida que as exportações se contraem mais do que as importações. Com a recuperação, prevê-se que o excedente da balança corrente volte a aumentar ligeiramente.

Gráfico A5: Capacidade/necessidade líquida de financiamento por setor



Fonte: Ameco

- Nos últimos anos, o **investimento público e privado** aumentou, mantendo-se ligeiramente abaixo da média da área do euro. Embora se verifique uma aceleração substancial da tendência ascendente do investimento público em 2020, o investimento privado foi consideravelmente afetado no contexto da crise da COVID-19.
- A **dívida pública** passou para baixo do limiar indicativo do painel de avaliação de 60 % do PIB em 2019, mas deverá situar-se em cerca de 71 % do PIB em 2020. O **sistema bancário** alemão continua a estar adequadamente capitalizado, com um nível muito baixo de NPL. No entanto, a rendibilidade continua a ser baixa, sendo provável que os NPL aumentem.
- O **mercado de trabalho** era historicamente restritivo antes da crise da COVID-19, com baixos níveis de desemprego e elevado emprego. Em 2020, prevê-se que a taxa de desemprego aumente moderadamente e o crescimento dos salários desacelere. Os regimes de tempo de trabalho reduzido contribuíram para limitar o aumento do desemprego e proporcionaram uma garantia parcial do rendimento.

A Alemanha entrou na crise da COVID-19 com um considerável excedente de poupança interna, devido principalmente às poupanças líquidas das famílias e do Estado. Com a crise da COVID-19, o excedente da balança corrente diminuiu significativamente e o investimento público acelerou, ao mesmo tempo que o investimento privado foi afetado. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

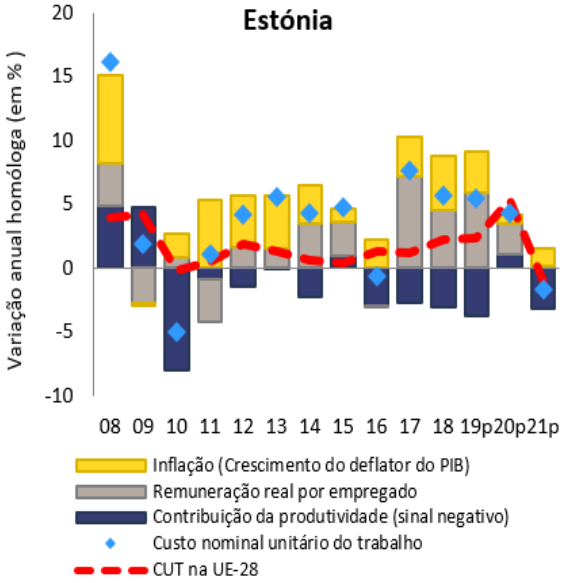
ESTÓNIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Estónia. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores das taxas de câmbio efetivas reais e do crescimento nominal do custo unitário do trabalho estão acima do limiar indicativo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 5 % em 2019 para -4,6 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,4 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,7 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- Continuam a estar contidas as **vulnerabilidades externas**, uma vez que a PLII, embora negativa, melhorou gradualmente, prevendo-se que continue a melhorar em 2020 para cima de -20 % do PIB. O excedente da balança corrente foi de 2 % do PIB em 2019 e deverá aproximar-se de 3 % em 2020.
- O **crescimento nominal dos custos unitários do trabalho** manteve-se acima dos 5 % em 2019, impulsionado por fatores relacionados com a escassez de mão de obra. A moderação salarial devido à crise da COVID-19 deverá atenuar o crescimento dos custos unitários do trabalho em 2020 e 2021. A taxa de câmbio efetiva real baseada no IHPC continuou a registar uma apreciação em 2019, embora a um ritmo mais lento.

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



Fonte: Serviços da Comissão

- O **endividamento das empresas e das famílias** continua a ser relativamente baixo. O rácio entre a dívida do setor privado e o PIB diminuiu em 2019 para 98 % do PIB. É provável que venha a aumentar ligeiramente em 2020, devido à diminuição do PIB, mantendo-se todavia relativamente baixo.
- No **setor bancário**, o rácio de NPL permaneceu baixo em 2019, mas pode aumentar futuramente em consequência da crise da COVID-19. Prevê-se que a **dívida pública** aumente devido à crise da COVID-19 e continue a aumentar em 2021, mantendo-se, no entanto, ao nível mais baixo da UE de cerca de 20 % do PIB.
- O desempenho do **mercado de trabalho** tem sido muito forte, mas será afetado pela crise da COVID-19, tendo a taxa de desemprego aumentado de 4,4 % em 2019 para 7,5 % em 2020.

A Estónia entrou na crise da COVID-19 sem quaisquer desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com uma evolução dos indicadores da competitividade em termos de custos que implica alguns riscos limitados. Com a crise da COVID-19, a posição externa permaneceu estável e implicou a moderação do crescimento salarial. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

IRLANDA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Irlanda registava desequilíbrios macroeconómicos, relacionados em especial com a existência de elevados volumes de dívida pública e privada e de passivos externos líquidos. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII) e da dívida do setor privado estão acima dos limiares indicativos.

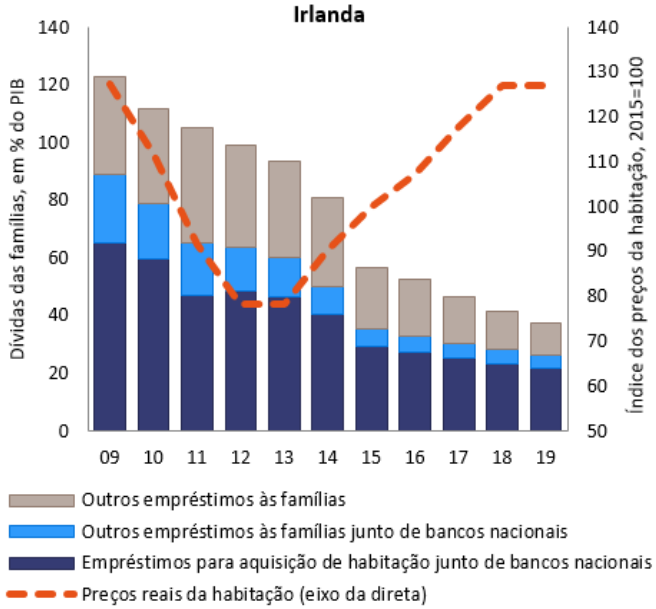
As recomendações dirigidas à Irlanda referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais e ao mercado da habitação. As políticas adotadas em 2020 abordaram principalmente a pandemia.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 5,6 % em 2019 para -2,3 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 2,9 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 2,7 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- As **vulnerabilidades externas** permaneceram problemáticas. As flutuações tanto da balança corrente como da PLII são difíceis de avaliar devido ao impacto das atividades das empresas multinacionais. O saldo da balança corrente, que é muito volátil, foi fortemente negativo em 2019, embora se preveja um excedente substancial para 2020 e um valor próximo do equilíbrio para 2021. A PLII manteve-se globalmente estável em 2019.
- **A dívida do setor privado** mantém-se elevada apesar de o rácio dívida/PIB ter diminuído para 200 % do PIB em 2019. **A dívida das famílias** é baixa em percentagem do PIB, mas continua a ser elevada em relação ao rendimento disponível. Os riscos associados ao **endividamento das empresas** são difíceis de avaliar devido à forte presença de empresas multinacionais. Going forward, corporates, facing lower profits but broadly unchanged financing needs may have to issue more debt in light of the COVID-19 crisis. O crescimento dos **preços da habitação** abrandou acentuadamente em 2019 no sentido de um crescimento nulo, continuando a acessibilidade da habitação a ser motivo de preocupação.
- O **rácio dívida pública/PIB** desceu abaixo do limiar de 60 % em 2019, mas prevê-se que volte a aumentar para cerca de 63 % do PIB em 2020, refletindo a gravidade da recessão e as medidas de apoio estatal em resposta à crise da COVID-19. O nível da dívida pública parece ser mais elevado quando comparado com as medidas de rendimento nacional, isto é, o rácio dívida/RNB*, que atingiu 95 % em 2019.
- O **setor bancário** reforçou a sua resiliência durante a última década. O rácio de empréstimos não produtivos tem vindo a diminuir de forma constante, mas pode aumentar na sequência da supressão gradual das medidas de apoio estatal relativas à crise da COVID-19.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- Os resultados do **mercado de trabalho** continuaram a melhorar em 2019. As previsões apontam para um ligeiro aumento da taxa de desemprego para 5,3 % em 2020, mas para um aumento mais acentuado em 2021, para 8,9 %.

A Irlanda entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com as dívidas externa, pública e do setor privado. Com a crise da COVID-19, os rácios da dívida e o desemprego irão aumentar. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

GRÉCIA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Grécia registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos, envolvendo nomeadamente o elevado endividamento público, uma elevada percentagem de empréstimos não produtivos e um reequilíbrio externo incompleto, num contexto de elevado desemprego, embora em redução, e de fraco crescimento potencial. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII), de crescimento dos preços da habitação, da dívida pública e da taxa de desemprego estão acima dos limiares indicativos.

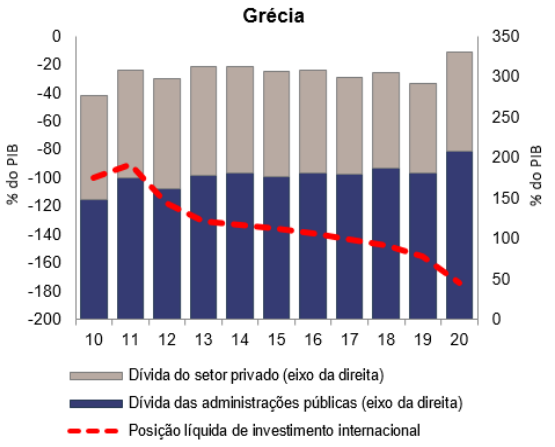
As recomendações dirigidas à Grécia referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais, ao mercado de trabalho, ao contexto empresarial, aos NPL e ao setor financeiro. Para além das políticas para combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios estão relacionadas com a insolvência, os mercados da energia, a legislação do mercado de trabalho, os NPL, os investimentos públicos, as privatizações, a governação digital, o ensino e a formação e o contexto empresarial.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,9 % em 2019 para -9 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 5 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 5,3 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- A **sustentabilidade externa** continua a ser um problema com uma previsão de PLII de continuação da deterioração em resultado da crise da COVID-19. Uma grande parte da PLII é constituída pela dívida pública com condições preferenciais e prazos de vencimento longos. O défice da balança corrente diminuiu em 2019, mas prevê-se que aumente significativamente em 2020 e 2021, refletindo também o impacto da debilidade do turismo.
- Os rácios da **dívida do setor privado** continuaram a diminuir em 2019 e permaneceram abaixo do limiar do PDM. Os **preços reais da habitação** aceleraram em 2019, após uma década de descida de preços. Prospetivamente, os preços poderão ajustar-se em baixa devido à crise da COVID-19.
- A **dívida pública** diminuiu para 180 % do PIB em 2019, mas deverá aumentar para mais de 200 % do PIB em 2020, com a queda do PIB e as medidas pandémicas. O **setor bancário** continua a suportar um grande volume de empréstimos não produtivos herdados do passado.
- O **desemprego** continua a ser muito elevado e a lenta tendência para a baixa foi interrompida pela crise.

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



Fonte: Eurostat

A Grécia entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com a dívida pública, os empréstimos não produtivos herdados do passado, o reequilíbrio externo, o desemprego e o baixo crescimento potencial. Com a crise, os rácios da dívida, o desemprego e os empréstimos não produtivos irão provavelmente aumentar. Globalmente, tendo também em conta que foram identificados desequilíbrios excessivos em fevereiro, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.

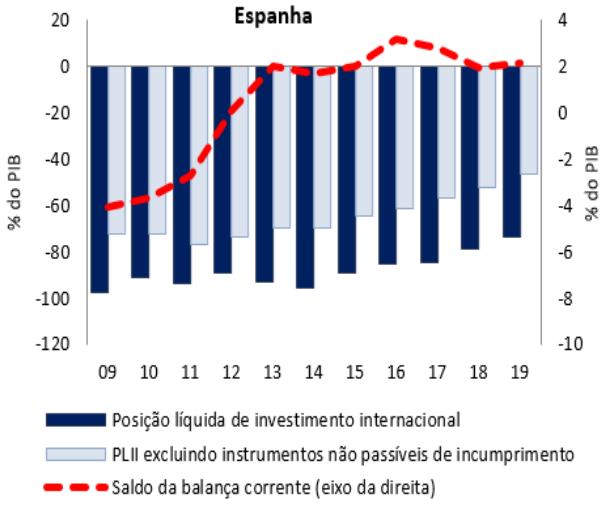
ESPANHA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Espanha registava desequilíbrios macroeconómicos, em especial relacionados com os elevados níveis de dívida externa e interna, tanto pública como do setor privado, num contexto de desemprego elevado. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII), da dívida pública, da taxa de desemprego e da taxa de atividade estão acima dos limiares indicativos.

As recomendações dirigidas a Espanha referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais, ao mercado de trabalho, ao ensino e ao contexto empresarial. Para além das políticas destinadas a combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito à formação e ao ensino e à inovação.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2 % em 2019 para -12,4 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 5,4 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 6,1 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

Gráfico A9: ***PLII e saldo da balança corrente***



Fonte: Serviços da Comissão

- A **posição externa** melhorou em 2019, com a PLII negativa a diminuir e a manutenção de um excedente da balança corrente. No entanto, a PLII líquida de instrumentos não passíveis de incumprimento (NENDI) continua a ser muito negativa. Prevê-se que a PLII se agrave em 2020, enquanto se prevê que o excedente da balança corrente continue a ser relativamente significativo, apesar da debilidade do turismo.
- A **dívida das empresas e das famílias** tem vindo a diminuir até 2020 e o rácio da dívida do setor privado desceu abaixo do limiar do PDM em 2019. Os fluxos de crédito privados mantiveram-se fracos em 2019. O endividamento das famílias é superior aos limiares fundamentais e prudenciais. Um aumento do desemprego poderá reduzir a futura capacidade de reembolso. Prevê-se que a dívida das empresas e das famílias em relação ao PIB aumente em 2020, devido em grande parte à queda do PIB induzida pela crise da COVID-19.
- O já elevado rácio **dívida pública**/PIB deverá aumentar cerca de 25 pontos percentuais em 2020, atingindo 120 % do PIB e, em termos gerais, manter-se a este nível em 2021.
- O **setor bancário** reforçou a sua resiliência durante a última década. Tem uma forte liquidez e está, em geral, adequadamente capitalizado, embora a rendibilidade seja moderada. Os NPL diminuíram para 3 % em 2019, mas são suscetíveis de aumentar com a crise da COVID-19.
- Os resultados a nível do **mercado de trabalho** continuaram a melhorar em 2019, embora o desemprego e a segmentação do mercado de trabalho continuem a ser motivo de preocupação. A taxa de desemprego deverá aumentar para quase 17 % em 2020 e, em seguida, aumentar ainda ligeiramente em 2021. A taxa de atividade diminuiu ligeiramente entre 2016 e 2019, em parte devido ao facto de mais pessoas estarem a estudar.

A Espanha entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com a dívida pública, a dívida externa e a dívida do setor privado, bem como uma elevada taxa de desemprego. Com a crise da COVID-19, os rácios da dívida e o desemprego têm vindo a aumentar. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

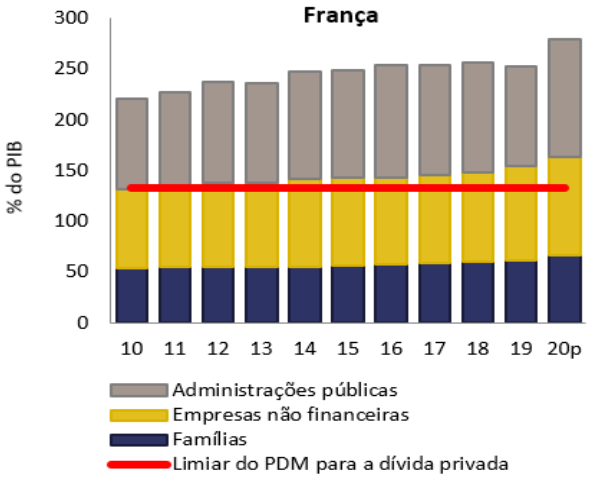
FRANÇA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a França registava desequilíbrios macroeconómicos relacionados, em especial, com a dívida pública elevada e o fraco dinamismo da competitividade, num contexto de fraco crescimento da produtividade, com implicações transfronteiras. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores das dívidas pública e do setor privado ultrapassam os limiares indicativos.

As recomendações dirigidas a França referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais, à produtividade do fator trabalho e ao contexto empresarial. Para além das políticas destinadas a combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito à melhoria do contexto empresarial e à investigação e desenvolvimento.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,5 % em 2019 para -9,4 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 5,8 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,9 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

Gráfico A10: ***Dívida dos diferentes setores da economia***



Fonte: Eurostat

- A **posição externa** é estável, com um défice contido da balança corrente e uma PLII ligeiramente mais negativa em 2019.
- O **rácio da dívida do setor privado** continuou a aumentar em 2019, atingindo 153 % do PIB, prevendo-se que continue a aumentar em 2020. O **crédito às empresas** foi elevado em 2019, prevendo-se que venha a aumentar ainda mais, enquanto as empresas continuaram a acumular reservas de tesouraria no contexto do aumento dos lucros das empresas, da redução dos dividendos e do investimento e de um nível global baixo e decrescente de NPL. A **dívida das famílias** é elevada e deverá crescer. Os preços da habitação revelam sinais limitados de sobrevalorização, enquanto o crescimento dos preços da habitação foi moderado em 2019 em termos globais.
- As perdas de **competitividade** incorridas na última década não foram reconquistadas. O crescimento dos custos unitários do trabalho continuou contido, embora a produtividade do fator trabalho tenha abrandado significativamente. Após alguns ganhos nos anos anteriores, as quotas de mercado das exportações diminuíram em 2019.
- A **dívida pública** permaneceu estável ao nível de 98 % do PIB em 2019. O rácio dívida/PIB deverá aumentar para cerca de 116 % do PIB em 2020, com a contração do PIB e o importante pacote orçamental destinado a atenuar o impacto da crise. O **setor bancário** tem apresentado níveis bons e crescentes de capitais próprios, um baixo nível global e em redução de NPL, embora a rendibilidade seja moderada em comparação com os pares europeus. No entanto, o número de falências poderá aumentar devido à crise da COVID-19.
- Os resultados do **mercado de trabalho** melhoraram em 2019, mas a taxa de desemprego deverá aumentar ligeiramente no futuro.

A França entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com a dívida, bem como com a competitividade. Com a crise da COVID-19 e as medidas tomadas para apoiar a economia, a dívida pública aumentou, enquanto a evolução da competitividade se manteve relativamente estável. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

CROÁCIA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Croácia registava desequilíbrios macroeconómicos, relacionados em especial com os elevados níveis das dívidas pública, do setor privado e externa, num contexto de fraco crescimento potencial. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII), do crescimento dos preços da habitação e da dívida pública estão acima dos limiares indicativos.

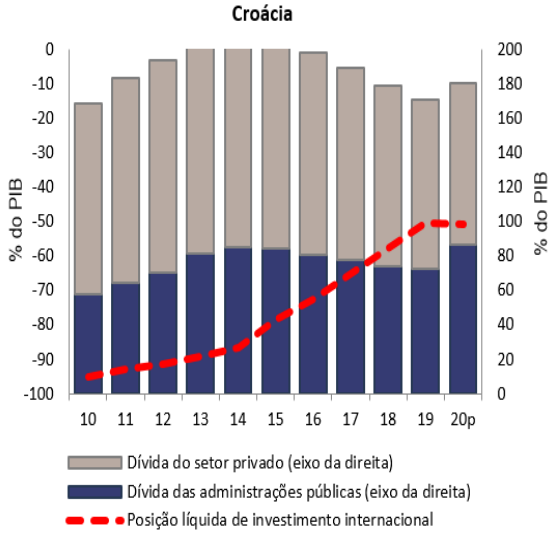
As recomendações dirigidas a Croácia referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais, ao mercado de trabalho e ao contexto empresarial. Para além das políticas para combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito ao reforço da governação do setor público e à redução da carga administrativa e financeira incidente sobre as empresas.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2,9 % em 2019 para -9,6 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 5,7 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 2,5 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- Subsistem preocupações em matéria de **sustentabilidade externa**, enquanto a PLII consideravelmente negativa continuou a melhorar em 2019 e o excedente da balança corrente aumentou para 3 % do PIB.. Os riscos para a sustentabilidade externa são atenuados pela proporção relativamente grande do IDE no total dos passivos estrangeiros. Prevê-se que o saldo da balança corrente passe a ser negativo em 2020, devido sobretudo à debilidade do turismo.
- O rácio da **dívida do setor privado** continuou a diminuir em 2019. Uma parte considerável da dívida é denominada em moeda estrangeira, gerando riscos cambiais.

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



Fonte: Eurostat

- O **crescimento real dos preços da habitação** acelerou em 2019 para mais de 8 %, apoiado pela aceleração do crescimento do crédito hipotecário, com um diferencial de valorização em redução. Prevê-se uma desaceleração do crescimento dos preços da habitação no quadro da crise da COVID-19.
- A **dívida pública** permaneceu em redução rumo ao nível ainda relativamente elevado de 73 % do PIB em 2019. Em 2020, prevê-se um aumento de mais de 15 pontos percentuais devido à forte recessão económica e a medidas de apoio à economia tomadas no quadro da pandemia de COVID-19.
- O **setor bancário** caracteriza-se por uma rendibilidade moderada e uma capitalização relativamente forte, mas também por NPL relativamente elevados, embora em declínio. É provável o aumento dos NPL na sequência da supressão gradual das medidas de apoio estatal em resposta à crise da COVID-19.
- A **taxa de desemprego** atingiu um mínimo histórico de 6,6 % em 2019, acompanhado de uma forte diminuição do desemprego de longa duração e dos jovens. No entanto, prevê-se que o desemprego aumente com a atual crise.

A Croácia entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades associadas à dívida pública, do setor privado e externa, num contexto de baixo crescimento potencial. Com a crise da COVID-19, os rácios da dívida e o desemprego deverão aumentar. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foi detetado um desequilíbrio, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

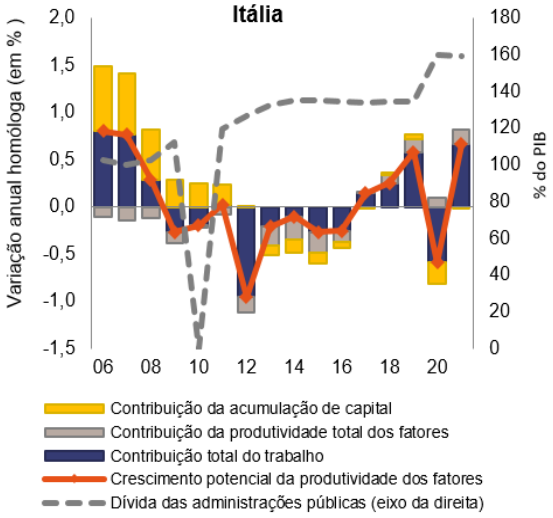
ITÁLIA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Itália registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos, relacionados em especial com a dívida pública elevada e o crescimento da competitividade persistentemente fraco, num contexto de níveis ainda elevados de empréstimos não produtivos (NPL) e de elevado desemprego. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da dívida pública e da taxa de desemprego ultrapassam os limiares indicativos.

As recomendações dirigidas à Itália referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais, ao mercado de trabalho, ao contexto empresarial e ao setor financeiro. Para além das políticas destinadas a combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito à melhoria da eficácia da administração pública e ao apoio à transição digital e ecológica.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 0,3 % em 2019 para -9,9 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 4,1 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 4,1 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- A **posição externa** é estável, com uma posição líquida de investimento internacional próxima do equilíbrio e um excedente significativo e estável da balança corrente também em 2020, apesar da debilidade do turismo.
- O **crescimento da produtividade** global continua a ser lento e deverá melhorar apenas marginalmente no médio prazo. O **crescimento do custo unitário do trabalho** manteve-se baixo em 2019 e o crescimento dos salários deverá desacelerar em 2020.
- A **dívida pública** manteve-se estável em 2019, em cerca de 135 % do PIB, mas deverá aumentar substancialmente em 2020, em cerca de 25 pontos percentuais, refletindo a resposta à pandemia e a queda na atividade económica. O saldo primário deverá passar a ser negativo em 2020 pela primeira vez desde 2009.



Fonte: Serviços da Comissão

- No que diz respeito ao **setor bancário**, a redução significativa dos NPL continuou a registar progressos, mas o nível continua a ser comparativamente elevado, situando-se ligeiramente abaixo dos 7 %. As medidas de liquidez adotadas em resposta à pandemia melhoraram o crédito concedido relativamente fraco constatado em 2019. É provável que os NPL aumentem se algumas das medidas relacionadas com a COVID-19 forem suprimidas demasiado cedo.
- O choque pandémico começou a inverter as recentes melhorias no **mercado de trabalho**, que poderá ver a sua situação agravada quando as medidas de emergência forem suprimidas. Prevê-se que a taxa de desemprego se mantenha em cerca de 10 % em 2020.

A Itália entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com o elevado nível da dívida pública e com o fraco crescimento da produtividade, num contexto de níveis ainda elevados de NPL, embora em redução, e de desemprego. Com a crise da COVID-19, os rácios da dívida aumentaram, enquanto o impacto no mercado de trabalho e no setor bancário pode tornar-se visível com algum atraso em função da duração da crise e do calendário da eliminação progressiva das medidas de apoio.

Globalmente, tendo também em conta que foram identificados desequilíbrios excessivos em fevereiro, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.

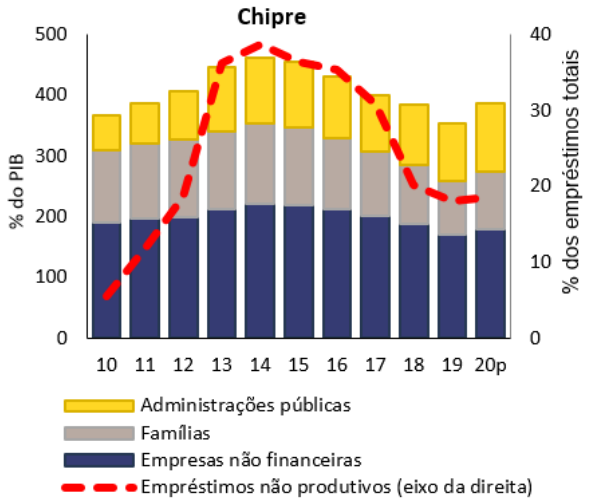
CHIPRE: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que Chipre apresentava desequilíbrios macroeconómicos excessivos relacionados, em especial, com uma percentagem muito elevada de empréstimos não produtivos que sobrecarregam o setor financeiro, e com elevadas dívidas do setor privado, pública e externa, num contexto de crescimento potencial moderado. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII) e das dívidas pública e do setor privado estão acima dos limiares indicativos.

As recomendações dirigidas a Chipre referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais, à dívida do setor privado, aos NPL e ao contexto empresarial. Para além das políticas destinadas a combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito ao sistema judicial, à administração pública e ao acesso ao financiamento.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 3,1 % em 2019 para -6,2 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,7 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,7 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

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



Fonte: Eurostat e BCE

- As **vulnerabilidades externas** continuam a ser motivo de preocupação, uma vez que a PLII é significativamente negativa, apesar da melhoria em 2019, refletindo uma grande parte reflete as atividades de entidades de finalidade especial. A balança corrente registou um grande défice de 6,3 % do PIB em 2019, prevendo-se que venha a deteriorar-se acentuadamente em 2020, com a forte queda do turismo.
- O rácio da **dívida das empresas** continuou a diminuir em 2019, embora continue a ser elevado. As empresas não financeiras desendividaram-se mais rapidamente do que as famílias. Em 2019, a **dívida das famílias** manteve-se em cerca de 90 % do PIB, acima do limiar prudencial. Em 2020, os rácios da dívida do setor privado deverão aumentar devido à diminuição do PIB nominal e à moratória sobre o reembolso de empréstimos. Prevê-se que a tendência para a baixa seja retomada em 2021.
- Embora o rácio **dívida pública**/PIB tenha diminuído em 2019, prevê-se um aumento de cerca de 20 pontos percentuais em 2020, atingindo perto de 113 % do PIB, tendo em conta as medidas de apoio orçamental, a emissão de obrigações adicionais e a contração do PIB. A estabilidade do **setor bancário** melhorou nos últimos anos, com uma diminuição acentuada dos NPL no período 2018-2019. Em 2020, os aumentos do rácio de NPL foram limitados, tendo em conta as vendas de ativos e os abates contabilísticos, mas pode vir a aumentar mais em 2021, com o termo da moratória sobre os reembolsos de dívidas.

Chipre entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades associadas às dívidas pública, do setor privado e externa e a um nível ainda elevado de NPL, num contexto de crescimento potencial moderado. Com a crise da COVID-19, o défice da balança corrente deteriorou-se, os rácios da dívida

aumentaram, enquanto a redução dos NPL dos bancos abrandou. Globalmente, tendo também em conta que foram identificados desequilíbrios excessivos em fevereiro, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.

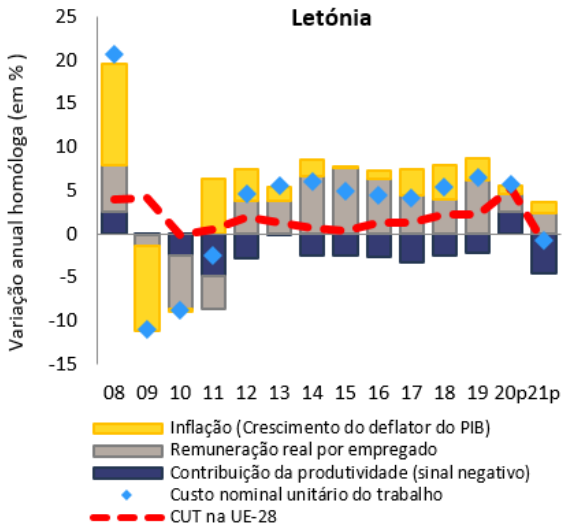
LETÓNIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Letónia. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII) e do crescimento dos custos unitários do trabalho estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2,1 % em 2019 para -5,6 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 4,9 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,3 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- Subsistem **vulnerabilidades externas**, mas registaram-se melhorias. A balança corrente foi ligeiramente negativa em 2019, mas a PLII, que reflete principalmente o IDE e a dívida pública, continuou a melhorar rapidamente. Prevê-se que a PLII continue a melhorar e a balança corrente registe um excedente.
- Os **custos unitários do trabalho** continuaram a crescer a um ritmo relativamente forte em 2019, em resultado do acentuado crescimento dos salários. No entanto, prevê-se que o crescimento dos salários diminua em 2020, tendo em conta o impacto da crise da COVID-19. Paralelamente, a taxa de câmbio efetiva real manteve-se praticamente inalterada, após uma forte apreciação no ano anterior. As quotas de mercado das exportações diminuíram pela primeira vez em 4 anos.

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



Fonte: Serviços da Comissão

- O rácio da **dívida das empresas e das famílias** continua a ser moderado, embora se preveja um aumento com a diminuição do PIB como resultado da crise da COVID-19. Embora o crédito concedido às empresas não financeiras tenha aumentado em 2019, prevê-se um abrandamento substancial em 2020. O crescimento dos **preços da habitação** continuou a ser forte em 2019, situando-se ligeiramente abaixo do limiar, mas espera-se que desacelere em resultado da crise da COVID-19.
- O **setor bancário** entrou na crise numa situação financeiramente sólida, com rácios de capital e de liquidez superiores às médias da UE. É provável um aumento dos NPL (atualmente a um nível baixo) na sequência da supressão gradual das medidas de apoio estatal em resposta à crise da COVID-19. A **dívida pública** continuou a diminuir em 2019, passando para cerca de 37 % do PIB, mas prevê-se que venha a aumentar em 2020 com as medidas destinadas a fazer face à pandemia e com a contração do PIB.

A Letónia entrou na crise da COVID-19 sem quaisquer desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora a evolução da oferta de mão de obra e da competitividade em termos de custos implique alguns riscos limitados. Com a crise da COVID-19, o mercado de trabalho e as pressões salariais diminuem temporariamente. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

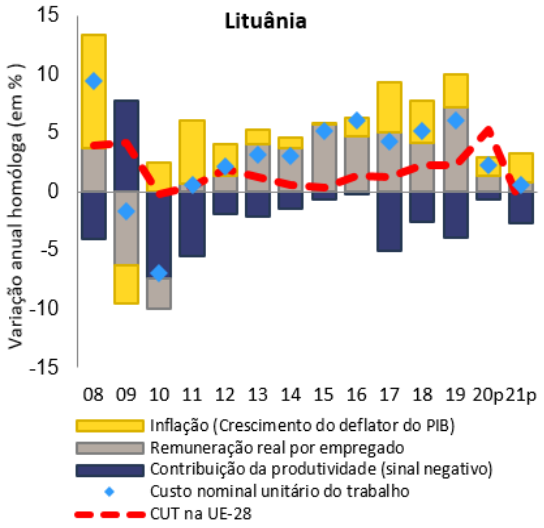
LITUÂNIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Lituânia. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, o indicador do crescimento do custo unitário do trabalho está acima do limiar indicativo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 4,3 % em 2019 para -2,2 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 4,8 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **As vulnerabilidades externas** permanecem contidas, uma vez que a PLII, embora negativa, melhorou gradualmente até 2019. Consiste essencialmente no volume acumulado de IDE. Prevê-se que a PLII continue a melhorar em 2020 e 2021. O aumento das exportações de serviços de transporte melhorou consideravelmente a balança comercial e, por conseguinte, o excedente da balança corrente aumentou para mais de 3 % em 2019, prevendo-se que se mantenha considerável em 2020 e 2021. Os ganhos de quotas nos mercados de exportação prosseguiram a um bom ritmo.

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



Fonte: Serviços da Comissão

- O **custo unitário do trabalho nominal** tem vindo a aumentar rapidamente desde 2016, refletindo um mercado de trabalho restritivo e algumas alterações regulamentares, incluindo um aumento relativamente rápido dos salários mínimos e dos salários no setor público. Prevê-se que, em 2020, a pandemia tenha um impacto negativo sobre os salários no setor privado e desacelere o crescimento do custo unitário do trabalho nominal.
- O **setor bancário** é altamente rentável e o rácio de fundos próprios é ligeiramente superior à média da área do euro. Os empréstimos não produtivos têm registado uma tendência decrescente e são globalmente reduzidos. O rácio da **dívida pública** voltou a diminuir em 2019, mas prevê-se que venha a aumentar para 47 % do PIB em 2020, em resultado da crise da COVID-19, continuando a aumentar em 2021.
- Antes da pandemia de COVID-19, o desempenho do **mercado de trabalho** foi forte, com uma taxa de desemprego de 6,3 %. Todavia, a taxa de desemprego deverá aumentar para 8,9 % em 2020, diminuindo em 2021.

A Lituânia entrou na crise da COVID-19 sem quaisquer desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com uma evolução da competitividade em termos de custos que implica alguns riscos limitados. Com a crise da COVID-19, a posição externa permaneceu estável e as pressões salariais reduzidas. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

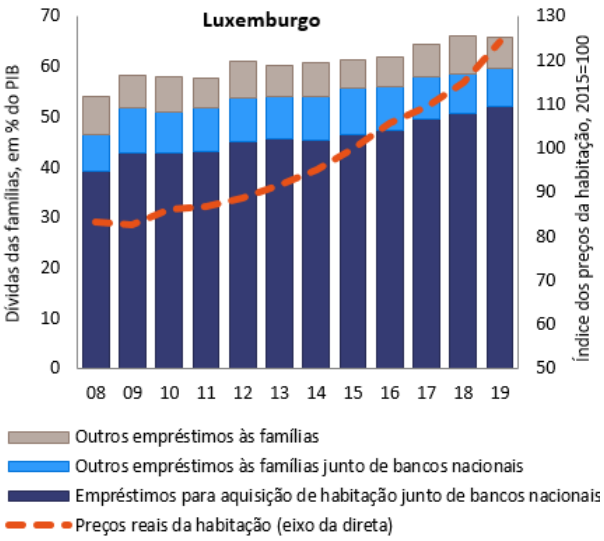
LUXEMBURGO: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente ao Luxemburgo. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores do crescimento do custo unitário do trabalho, do crescimento dos preços da habitação e da dívida do setor público estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2,3 % em 2019 para -4,5 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,9 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,3 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **As preocupações em matéria de sustentabilidade externa são limitadas**. A balança corrente apresenta um excedente estável e a posição líquida de investimento internacional é claramente positiva. O **custo unitário do trabalho** continuou a crescer a um ritmo bastante elevado em 2019, no contexto de um mercado de trabalho restritivo. Em 2020, prevê-se que o crescimento do custo unitário do trabalho se mantenha contido num contexto de moderação salarial devido à crise da COVID-19.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- O **rácio dívida do setor privado/PIB** é muito elevado, ao nível de 319 %, e reflete principalmente a elevada **dívida das empresas**, acima de 250 % do PIB em 2019. No entanto, o valor elevado reflete principalmente o papel do Luxemburgo enquanto centro financeiro mundial e a concessão de empréstimos transfronteiras intragrupo. Em 2019, a **dívida das famílias** estabilizou em 66 % do PIB, sendo muito inferior aos limiares fundamentais e prudenciais, embora mais elevada se comparada com o rendimento disponível. O crédito hipotecário cresceu 8 % em 2019, com metade do crédito em dívida com taxas variáveis, embora esta percentagem tenha diminuído rapidamente. Em 2020, prevê-se um aumento do rácio dívida das famílias/PIB, em especial devido à queda do PIB.
- Os **preços da habitação** continuaram a crescer acentuadamente em 2019 e há indícios de sobrevalorização. Em 2020-2021, não se prevê um abrandamento importante do crescimento dos preços da habitação. Do lado da oferta, a construção de edifícios para habitação contratada em 2019 agravou o desfasamento entre a oferta e a procura que está a provocar o aumento dos preços da habitação.
- O **setor bancário** está bem capitalizado e com liquidez, tendo permanecido rentável, embora a rendibilidade seja inferior à média da área do euro. Os empréstimos não produtivos são muito reduzidos. No entanto, a evolução dos preços da habitação, associada ao nível de exposição dos bancos ao crédito hipotecário e ao elevado endividamento das famílias, requer um acompanhamento contínuo. A **dívida pública** é baixa, prevendo-se que aumente para cerca de 25 % do PIB em 2021.

O Luxemburgo entrou na crise da COVID-19 sem desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com alguns riscos relacionados com o aumento dos preços da habitação e o endividamento das

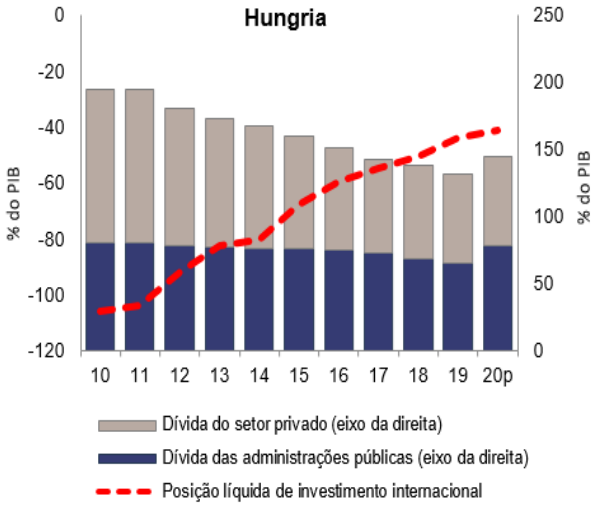
famílias. Verifica-se uma redução temporária da pressão sobre os preços e os custos em resultado da crise da COVID-19. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

HUNGRIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Hungria. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII), de crescimento dos preços da habitação, da dívida pública e de crescimento dos passivos financeiros estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 4,6 % em 2019 para -6,4 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 4 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 6,2 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

Gráfico A17: PLII, ***dívida do setor privado e das administrações públicas***



Fonte: Eurostat

- Continuam a existir **vulnerabilidades externas**, apesar de melhorias sustentadas da PLII, que era de -44 % em 2019, nível superior ao limiar fundamental. Prevê-se que a PLII continue a melhorar em 2020 e 2021. As reservas oficiais no início de 2020 estavam próximas dos níveis considerados mínimos prudenciais. O saldo da balança corrente passou a ser ligeiramente deficitário em 2019, prevendo-se que se mantenha ligeiramente negativo até 2022. O crescimento das quotas de mercado das exportações aumentou, apesar da deterioração da competitividade em termos de custos. Em 2020, o forint sofreu uma depreciação considerável, o que constitui um fator favorável para a competitividade no futuro, mas reflete igualmente a vulnerabilidade às alterações de perceção dos mercados financeiros mundiais.
- Os **preços da habitação** e os fluxos de crédito aumentaram fortemente em 2019, devido a preocupações emergentes de sobrevalorização. Prevê-se que a crise da COVID-19 conduza a uma certa correção dos preços.
- A **dívida pública** estava numa trajetória descendente em 2019, diminuindo para cerca de 65 % do PIB. Deverá aumentar em 2020 em quase 13 pontos percentuais, refletindo a gravidade da recessão e as medidas de apoio estatal em resposta à crise da COVID-19. As necessidades brutas de financiamento são particularmente elevadas devido à combinação de uma dívida elevada com vencimentos relativamente reduzidos. Além disso, tanto a dívida pública como a dívida das empresas representam exposições cambiais. Ao mesmo tempo, a abertura da economia torna os rendimentos nacionais e o saldo orçamental sensíveis aos movimentos cambiais. Um certo nível de dívida expressa em moeda estrangeira pode ajudar a cobrir esta exposição.
- O **setor bancário** é altamente rentável, mas o rácio de fundos próprios de nível 1 é inferior ao da maioria dos outros países da UE. Uma moratória de pagamento abrangente para os mutuários protege temporariamente os bancos contra potenciais incumprimentos. No entanto, o rácio de empréstimos não produtivos continua a ser relativamente elevado (4,3 % em 2019) e poderá aumentar após o termo da moratória. Os bancos comerciais detêm uma parte significativa da dívida pública (cerca de 20 % do PIB).

Globalmente, com base na interpretação económica, assinalam-se problemas relacionados com a pressão sobre os custos, a estrutura das exportações, a dívida pública e o mercado da habitação. Com a crise da COVID-19, as questões relacionadas com a pressão sobre os custos são suscetíveis de diminuir de importância no futuro, ao passo que os riscos associados à interação entre as necessidades de financiamento do Estado e o financiamento externo parecem estar em aumento. Apesar disso, a dimensão dos desequilíbrios de stocks não é particularmente elevada. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

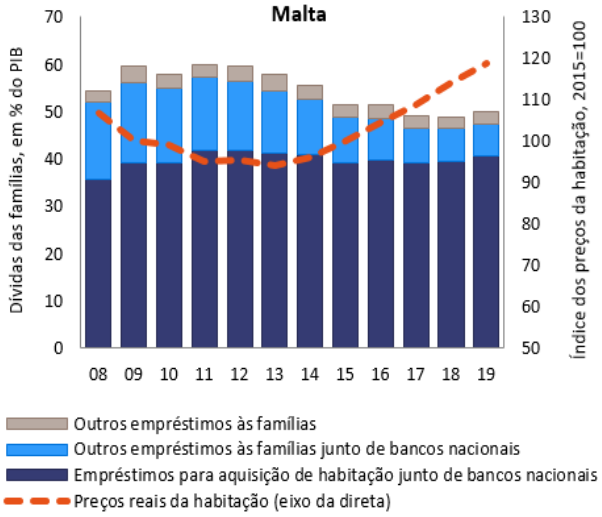
MALTA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente a Malta. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, nenhum indicador ultrapassou o limiar indicativo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 4,9 % em 2019 para -7,3 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 2,6 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- O excedente da **balança corrente** é elevado, mas prevê-se que venha a aproximar-se do equilíbrio em 2021, em parte devido à debilidade do turismo. A posição líquida de investimento internacional fortemente positiva reflete a sua posição de centro financeiro internacional. Os custos unitários do trabalho têm vindo a aumentar a um ritmo rápido ultimamente.
- A **dívida do setor privado** aumentou ligeiramente e aproximou-se do limiar do painel de avaliação em 2019, impulsionada pela atual forte expansão do crédito que susteve elevados investimentos na construção de habitações. Prevê-se que as tendências no setor da construção continuem a ser apoiadas por uma redução temporária dos impostos sobre as transações imobiliárias em 2020 e 2021. As condições favoráveis do mercado de trabalho, acompanhadas de taxas de juro baixas, contribuíram para o endividamento das famílias, o que requer vigilância. O **crescimento sustentado dos preços da habitação** prosseguiu em 2019, com alguns sinais de sobrevalorização. Prevê-se uma desaceleração temporária do crescimento dos preços da habitação em 2020 no quadro da crise da COVID-19.
- A **dívida pública** encontrava-se numa trajetória descendente até 2019 e deverá aumentar para 60 % do PIB em 2020, em resultado do surto de COVID-19. No setor bancário, os passivos estavam a diminuir em 2019 e o nível de empréstimos não produtivos permaneceu estável, devendo a revisão em curso do quadro de insolvência reforçar a resiliência do setor. No entanto, o aumento da concentração das carteiras dos bancos no setor imobiliário justifica um acompanhamento rigoroso.
- A **taxa de desemprego** diminuiu em 2019 e a taxa de atividade continuou a aumentar. No entanto, prevê-se que a taxa de desemprego aumente com a atual crise.

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



Fonte: Eurostat e BCE

Malta entrou na crise da COVID-19 sem desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com um saldo elevado da balança corrente e um crescimento relativamente dinâmico dos preços da habitação, o que implica riscos limitados. Com a crise da COVID-19, as pressões internas abrandaram ligeiramente e a posição externa permaneceu estável. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

PAÍSES BAIXOS: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que os Países Baixos registavam desequilíbrios macroeconómicos relacionados, em especial, com o elevado volume de dívida do setor privado e o elevado excedente da balança corrente. No painel de avaliação atualizado, os indicadores do excedente da balança corrente e da dívida do setor privado estão acima dos limiares indicativos.

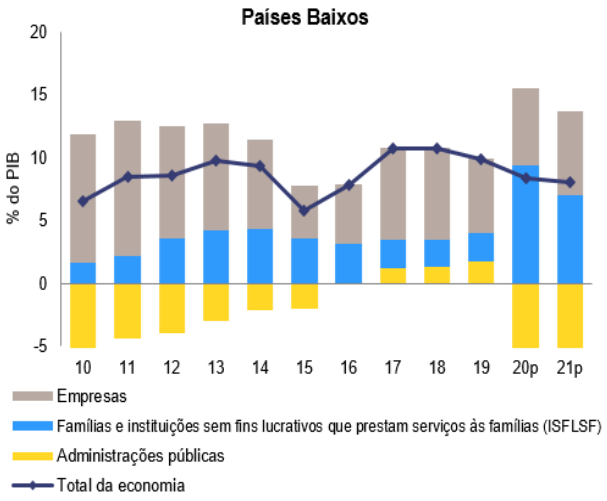
As recomendações dirigidas aos Países Baixos referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas ao investimento, ao rendimento familiar, às pensões, ao endividamento do setor privado e ao mercado da habitação. Para além das políticas destinadas a combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito ao sistema de pensões, ao investimento imobiliário, à redução da propensão para o endividamento das famílias e à criação de invest-NL.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,7 % em 2019 para -5,3 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 2,2 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,1 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- O **excedente da balança corrente** diminuiu de 10,8 % do PIB em 2018 para 9,9 % em 2019, prevendo-se que também diminua moderadamente em 2020. Com a crise da COVID-19, o setor público passou para uma posição líquida de poupança muito negativa, mas esta situação será provavelmente compensada, em grande medida, pelo aumento do excedente de poupança dos agregados familiares e das empresas. Globalmente, prevê-se que o excedente da balança corrente permaneça elevado, bastante acima dos parâmetros fundamentais.

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



Source: Ameco

- O **endividamento do setor privado**, de cerca de 230 % do PIB em 2019, estava em diminuição antes da crise da COVID-19. O **endividamento das empresas** é principalmente impulsionado pelas dívidas intragrupo das empresas multinacionais. O **endividamento das famílias**, correspondente a 100 % do PIB em 2019, está principalmente ligado ao generoso tratamento fiscal das hipotecas e a um mercado de arrendamento de funcionamento subótimo. Prevê-se que o rácio da dívida das famílias aumente de novo a partir de 2020. O aumento do desemprego poderá reduzir a futura capacidade de reembolso das famílias. Os **preços da habitação** aumentaram 4,8 % em 2019, verificando-se indícios de sobreavaliação.
- O **sistema bancário** está bem capitalizado, com um baixo nível de NPL e é rentável. A **dívida pública** deverá aumentar para cerca de 64 % do PIB em 2020 e poderá aumentar ainda mais nos anos seguintes.
- O **mercado de trabalho** já era historicamente restritivo antes da crise. No entanto, as condições do mercado de trabalho deverão deteriorar-se acentuadamente em resultado da crise, afetando em especial os que se encontram numa posição menos favorável no mercado de trabalho.

Os Países Baixos entraram na crise da COVID-19 com um grande e persistente excedente de poupança interna, acompanhado de elevados níveis de dívida do setor privado. Na sequência da crise, prevê-se que o excedente de poupança diminua ligeiramente mas continue elevado, enquanto o rácio da dívida do setor privado deverá aumentar. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

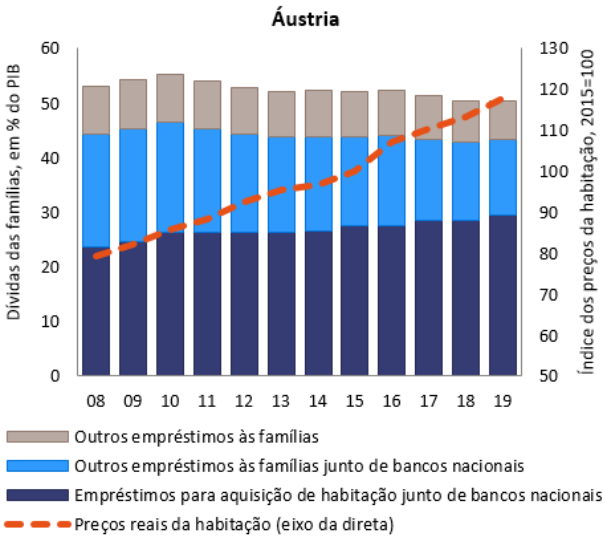
ÁUSTRIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Áustria. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, o indicador da dívida pública ultrapassou o limiar indicativo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,4 % em 2019 para -7,1 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 4,1 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,6 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **As vulnerabilidades externas** permaneceram contidas. O excedente da balança corrente aumentou em 2019, passando para 3 % do PIB, embora se preveja uma certa redução em 2020. O crescimento do custo unitário do trabalho aumentou moderadamente em 2019, mas permanece relativamente contido. Prevê-se para 2020 uma moderação salarial limitada, também porque as negociações salariais para importantes setores económicos ocorreram antes da eclosão da crise.
- O **endividamento do setor privado** prosseguiu a sua trajetória descendente, uma vez que o rácio da dívida dos agregados familiares se manteve estável e as empresas não financeiras desendividaram-se moderadamente em 2019. No entanto, ambos os rácios deverão aumentar em 2020, devido principalmente à diminuição do PIB induzida pela COVID-19. Prevê-se que esta situação seja parcialmente invertida em 2021, refletindo a retoma económica presumida.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- Os **preços reais da habitação** continuaram a sua tendência ascendente e voltaram a acelerar ligeiramente em 2019, com alguns sinais crescentes de sobrevalorização. No entanto, prevê-se uma certa correção dos preços em 2021. Embora deva ser acompanhado, este aumento dos preços do imobiliário não parece estar a ser impulsionado pelo crédito.
- O **setor bancário** está geralmente bem posicionado para ajudar a atenuar o impacto da crise. O rácio de NPL voltou a diminuir em 2019, situando-se ligeiramente acima dos 2 %. A **dívida pública** prosseguiu a sua trajetória descendente, como resultado do forte crescimento económico e da liquidação de ativos por parte das instituições financeiras que haviam sido nacionalizadas. No entanto, devido à crise, prevê-se que venha a aumentar para cerca de 84 % do PIB em 2020, ou seja, quase 14 pontos percentuais acima do nível de 2019.
- A melhoria das condições macroeconómicas contribuiu para a melhoria do **mercado de trabalho**, embora se preveja um aumento do desemprego em 2020 em resultado da crise.

A Áustria entrou na crise da COVID-19 sem desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com algumas vulnerabilidades associadas ao mercado da habitação. Com a crise da COVID-19, o crescimento dos preços da habitação está a abrandar, ao passo que a dívida pública está a aumentar. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

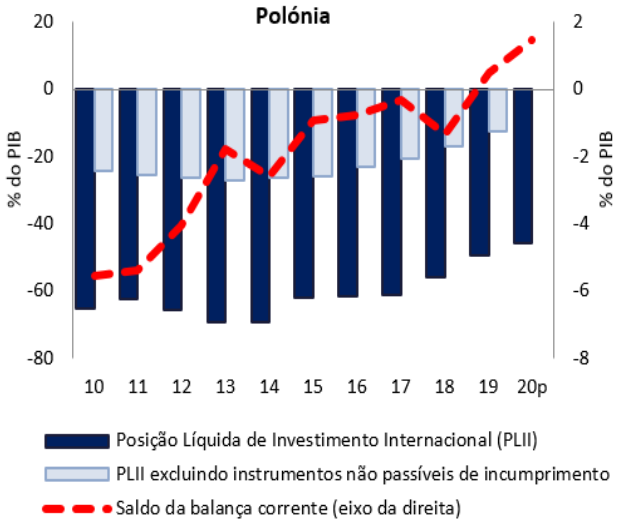
POLÓNIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Polónia. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII) e do crescimento dos preços da habitação estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 4,5 % em 2019 para -3,6 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,3 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 5 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **As vulnerabilidades externas** permanecem contidas, uma vez que a PLII, embora negativa, melhorou gradualmente até 2019. Além disso, consiste principalmente no *stock* acumulado de IDE e uma parte significativa das entradas de IDE provém de lucros reinvestidos. Prevê-se que a PLII melhore ligeiramente para 49 % do PIB em 2020 e continue a melhorar em 2021, embora a um ritmo mais lento. A balança corrente registou um saldo positivo em 2019, prevendo-se também excedentes em 2020 e 2021.
- O **endividamento do setor privado** continua a ser inferior aos limiares prudenciais e diminuiu em 2019. Prevê-se que se mantenha estável em 2020.

Gráfico A21: ***PLII e saldo da balanca corrente***



Fonte: Serviços da Comissão

- O crescimento dos **preços da habitação** acelerou em 2019, tal como o crescimento do crédito hipotecário. O crescimento dos preços da habitação atingiu quase 7 % em 2019, mas deverá desacelerar no período 2020-2021. Os riscos continuam contidos e há poucos sinais de sobrevalorização.
- O **setor bancário** está geralmente bem posicionado para ajudar a atenuar o impacto da crise. Além disso, o rácio de empréstimos não produtivos diminuiu em 2019 para um nível ainda relativamente elevado de cerca de 6 % e pode aumentar futuramente em consequência da crise da COVID-19. A **dívida pública** continuou a diminuir em 2019, mas prevê-se que aumente em 11 pontos percentuais, situando-se próximo de 60 % do PIB em 2020, tendo em conta as medidas tomadas para fazer face à pandemia e a contração do PIB.
- A evolução macroeconómica favorável ao longo de 2019 contribuiu para a melhoria do **mercado de trabalho**, com o desemprego a registar níveis historicamente baixos. No entanto, a crise da COVID-19 conduzirá provavelmente a um aumento em 2020-2021.

A Polónia entrou na crise da COVID-19 sem quaisquer desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com uma posição líquida de investimento internacional negativa que implica riscos limitados. Com a crise da COVID-19, a posição externa permaneceu estável. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

PORTUGAL: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que Portugal registava desequilíbrios macroeconómicos relacionados, em especial, com os elevados volumes de passivos externos líquidos, com as dívidas pública e do setor privado, assim como com a elevada percentagem de empréstimos não produtivos, num contexto de baixo crescimento da produtividade. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII), do crescimento dos preços da habitação, da dívida do setor privado e da dívida pública estão acima dos limiares indicativos.

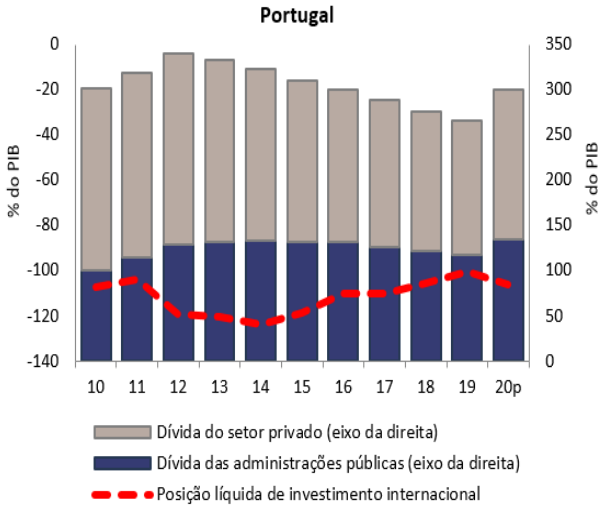
As recomendações dirigidas a Portugal referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais-estruturais, ao contexto empresarial e aos empréstimos não produtivos. Para além das políticas destinadas a combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito ao ensino e às competências, à digitalização e à justiça administrativa.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2,2 % em 2019 para -9,3 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 5,4 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,1 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **A sustentabilidade externa** continua a ser vulnerável devido ao grande volume de passivos externos líquidos de Portugal e ao impacto negativo da COVID-19 no turismo estrangeiro. A balança corrente, globalmente em situação de equilíbrio em 2019, deverá deteriorar-se ligeiramente em 2020. A PLII negativa deverá agravar-se em 2020, embora a um ritmo relativamente lento.
- **A dívida do setor privado** prosseguiu a sua tendência decrescente, atingindo quase 150 % do PIB em 2019, mas deverá voltar a aumentar com a crise da COVID-19. No **setor empresarial**, as dificuldades em termos de liquidez são prementes e foram criados regimes de garantia de crédito. Apesar da uma redução contínua, os empréstimos não produtivos encontravam-se, aquando do início da crise da COVID-19, num nível relativamente elevado, sendo provável que os riscos de solvência aumentem após o termo das moratórias de reembolso de empréstimos. O rácio da **dívida das famílias** face ao PIB, que já é elevado, deverá aumentar em 2020 com a contração do PIB, ao mesmo tempo que a taxa de poupança das famílias aumenta substancialmente.
- O **crescimento real dos preços da habitação** excedeu o limiar indicativo durante quatro anos consecutivos até 2019, revelando sinais crescentes de sobrevalorização. No entanto, prevê-se uma redução acentuada das taxas de crescimento no período 2020-2021, num contexto de redução da procura no mercado e de maiores volumes de construção.
- A **dívida pública** é elevada e, embora numa trajetória descendente constante, atingiu 117 % do PIB em 2019. No entanto, prevê-se um aumento de 18 pontos percentuais para 2020, tendo em conta as medidas tomadas para fazer face à pandemia e a contração do PIB.

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



Fonte: Eurostat

Portugal entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades associadas a grandes volumes de dívida, num contexto de baixo crescimento da produtividade. Com a crise da COVID-19, os rácios da dívida aumentaram em todos os setores. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

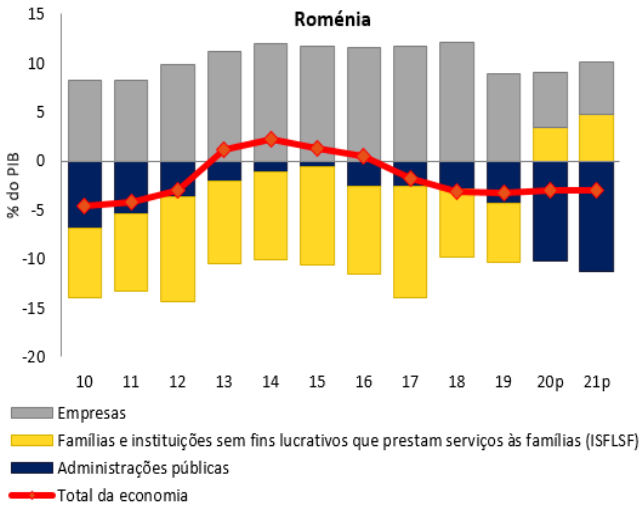
ROMÉNIA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Roménia registava desequilíbrios macroeconómicos, envolvendo nomeadamente a perda de competitividade em termos de custos, a deterioração da posição externa e um agravamento do défice da balança corrente, no contexto de uma política orçamental expansionista e de um contexto empresarial imprevisível. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores do défice da balança corrente, da posição líquida de investimento internacional (PLII) e do crescimento dos custos unitários do trabalho estão acima dos limiares indicativos.

As recomendações dirigidas à Roménia referentes ao PDM em 2019 e 2020 estão em grande medida associadas às políticas orçamentais, à estabilidade financeira, à competitividade em termos de custos e ao contexto empresarial. Para além das políticas para combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios estão principalmente relacionadas com o setor bancário e, em menor medida, com o mecanismo de fixação do salário mínimo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 4,2 % em 2019 para -5,2 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,3 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 3,6 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

*Gráfico A23: **Capacidade/necessidade líquida de financiamento por setor***



Fonte: Ameco

- A **sustentabilidade externa** continua a ser uma vulnerabilidade, em que a PLII negativa não melhorou em 2019, tendo-se estabilizado em cerca de -44 % do PIB. Prevê-se que a PLII se mantenha aproximadamente a este nível em 2020. O défice da balança corrente deteriorou-se para quase 5 % do PIB em 2019 e deverá ser considerável em 2020 e 2021.
- O **crescimento nominal dos custos unitários do trabalho** manteve-se elevado em 2019 com um mercado de trabalho restritivo. A moderação salarial no contexto da crise da COVID-19 é suscetível de reduzir as pressões sobre a competitividade em termos de custos, embora a retenção de mão de obra tenha resultado num aumento adicional do crescimento do custo unitário do trabalho em 2020.
- Prevê-se um aumento do rácio da **dívida pública** em relação ao PIB de mais de 11 pontos percentuais em 2020, passando para cerca de 47 % do PIB, o que reflete o impacto da crise, mas também os aumentos permanentes das despesas correntes anteriormente decididos. A dívida pública deverá ainda aumentar acentuadamente em 2021. Além disso, uma parte relativamente importante é denominada em moeda estrangeira e, por conseguinte, sujeita a riscos cambiais. A imprevisibilidade das políticas prosseguidas continuou a ser motivo de preocupação ao longo de 2019 e 2020, em especial no que diz respeito à legislação que condiciona a sustentabilidade orçamental.
- A rendibilidade do **setor bancário**, embora significativamente acima da média da UE, está a diminuir desde 2019. Embora o rácio de NPL tenha diminuído para menos de 4 % no início de 2020, prevendo-se que se mantenha moderado em 2020, poderá aumentar devido à crise da

COVID-19. A dívida do setor privado manteve-se baixa, prevendo-se que aumente moderadamente em 2020.

A Roménia entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com a dívida externa e pública, a competitividade em termos de custos e um contexto empresarial imprevisível. Com a crise da COVID-19, os rácios da dívida aumentaram acentuadamente e a situação orçamental deteriorou-se. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

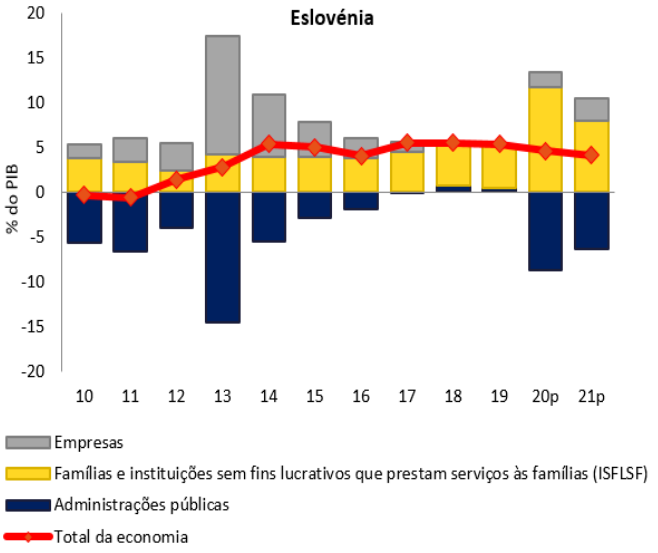
ESLOVÉNIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Eslovénia. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, o indicador da dívida pública ultrapassou o limiar indicativo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 3,2 % em 2019 para -7,1 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 5,1 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,3 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- O **excedente da balança corrente** manteve-se elevado em 2019, em quase 6 % do PIB. O excedente reflete uma forte poupança das famílias. Em 2020 e 2021, prevê-se que o excedente diminua gradualmente. Em 2019, o investimento manteve-se globalmente ao nível do ano anterior e continua a ser baixo em comparação com as médias históricas. A PLII é moderadamente negativa. O crescimento do custo unitário do trabalho aumentou em 2019.
- A **dívida pública** continuou a diminuir em 2019, atingindo cerca de 66 % do PIB, mas deverá aumentar para cerca de 82 % do PIB em 2020, em resultado das medidas de resposta à crise e da recessão. Além disso, os custos esperados do envelhecimento demográfico continuam a exercer pressão sobre a sustentabilidade orçamental no médio e longos prazos.
- A **dívida do setor privado** diminuiu ainda mais em 2019, enquanto o fluxo de crédito para o setor privado permaneceu positivo. O **crescimento dos preços da habitação** diminuiu em 2019 para um nível inferior ao limiar, prevendo-se que venha a abrandar em 2020-2021 com a crise da COVID-19. O **setor bancário** entrou na crise numa posição relativamente forte, com baixos níveis de empréstimos não produtivos e um endividamento reduzido, o que deverá limitar o impacto da crise no setor.
- O **mercado de trabalho** continuou a melhorar em 2019, com a taxa de atividade a atingir um nível sem precedentes e o desemprego a um nível muito baixo. Prevê-se que a situação venha a agravar-se em 2020.

Gráfico A24: ***Capacidade/necessidade líquida de financiamento por setor***



Fonte: Ameco

A Eslovénia entrou na crise da COVID-19 numa posição sólida, sem desequilíbrios macroeconómicos, embora a sustentabilidade orçamental e a evolução dos preços da habitação impliquem riscos limitados. Com a crise da COVID-19, prevê-se um aumento do nível da dívida pública, mas o forte excedente da balança corrente deverá continuar a verificar-se. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

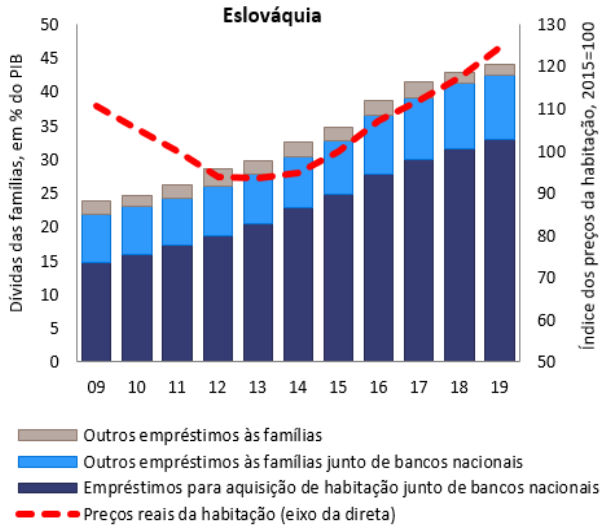
ESLOVÁQUIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Eslováquia. No painel de indicadores atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da posição líquida de investimento internacional (PLII), do crescimento dos custos unitários do trabalho e do crescimento dos preços da habitação estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 2,3 % em 2019 para -7,5 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 4,7 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 0,6 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **As vulnerabilidades externas** continuam a ser motivo de preocupação, apesar das melhorias. A concentração das exportações e a integração nas cadeias de valor mundiais continuam a ser elevadas. A PLII, embora fortemente negativa (-66 % em 2019), melhorou gradualmente em 2019. Prevê-se que a PLII continue a deteriorar-se em 2020 e 2021. Os riscos são limitados, uma vez que grande parte dos passivos externos estão relacionados com o investimento direto estrangeiro. O défice da balança corrente aumentou em 2019 e prevê-se que continue a agravar-se em 2020.

Gráfico A25: ***Dívida das famílias e índice dos preços da habitação***



Fonte: Eurostat e BCE

- A evolução da **competitividade em termos de custos** merece atenção, uma vez que os custos unitários do trabalho registaram um crescimento persistente desde 2017, impulsionado por um forte crescimento dos salários no contexto de um mercado de trabalho mais restritivo e de uma dinâmica de convergência mais generalizada em direção à média da UE. As taxas de câmbio efetivas reais registaram uma ligeira apreciação ao longo dos anos. As pressões sobre a competitividade em termos de custos podem diminuir em 2020 e 2021, no contexto da crise da COVID-19 e da contenção do crescimento dos salários.
- O **endividamento do setor privado**, em particular a dívida das famílias, tem vindo a aumentar desde há vários anos, mas a sua taxa de crescimento tem vindo a abrandar. A dívida das famílias continua a ser inferior aos níveis prudenciais, mas é superior ao nível decorrente dos parâmetros económicos fundamentais e elevada em comparação com outros países da UE da região.
- O crescimento dos **preços da habitação** tem sido rápido, situando-se acima dos 6 % em 2019. O mercado da habitação revela alguns indícios de sobreavaliação e contribui para aumentar o endividamento das famílias. No entanto, o crescimento dos preços da habitação deverá desacelerar no período 2020-2021. Tal é igualmente apoiado por medidas macroprudenciais adotadas pelo Banco Nacional e por uma diminuição dos rendimentos reais em 2020.
- O **setor bancário** está bem capitalizado, com uma rendibilidade em torno da média da área do euro. O rácio de NPL diminuiu acentuadamente nos últimos anos e é inferior à média da UE, mas as dificuldades de serviço da dívida poderão aumentar devido à crise. Com o impacto da crise, o rácio da dívida pública aumentará substancialmente em 2020, para mais de 60 % do PIB.

A Eslováquia entrou na crise da COVID-19 sem desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora a sustentabilidade externa, as pressões internas sobre os preços e a dependência da indústria automóvel envolvam riscos limitados. Com a crise da COVID-19, as pressões internas sobre os preços abrandaram, enquanto a posição externa se deteriorou ligeiramente. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

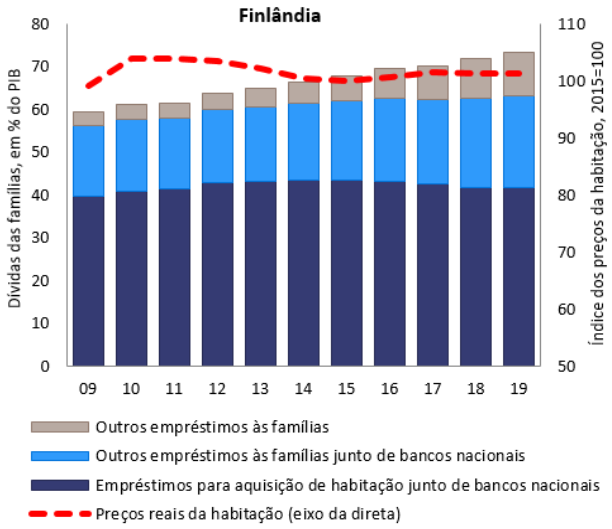
FINLÂNDIA: Na anterior ronda do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente à Finlândia. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, o indicador da dívida do setor privado ultrapassou o limiar indicativo.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,1 % em 2019 para -4,3 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 2,9 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 1,7 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

- **No plano externo,** o défice da balança corrente diminuiu, ao passo que a posição líquida de investimento internacional passou a ser positiva. No entanto, prevê-se que o défice da balança corrente aumente em 2020, com a queda da procura externa. As quotas nos mercados de exportação recuperaram pelo quarto ano consecutivo, reduzindo assim as perdas acumuladas. Os custos unitários do trabalho aumentaram, mas a taxa de câmbio real efetiva sofreu uma desvalorização, atenuando os riscos para a competitividade em termos de custos.

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



Fonte: Eurostat e BCE

- Os rácios das dívidas das **empresas não financeiras** e das **famílias** em relação ao PIB permaneceram elevados, aumentando ligeiramente para, respetivamente, 82 % e 66 %. As condições de crédito favoráveis e as taxas de juro baixas aceleraram o crescimento do crédito em 2019. Embora a dívida das famílias seja superior aos limiares prudenciais e fundamentais, o serviço da dívida é muito baixo, todavia quase todos os novos créditos hipotecários são concedidos a taxas variáveis. Prevê-se que os níveis da dívida continuem a aumentar em 2020, tendo em conta as medidas referentes à COVID-19 e a contração do PIB.
- O **setor financeiro** continua bem capitalizado e os riscos para a estabilidade financeira são limitados, apesar de exposições transfronteiras significativas, especialmente em relação com outros países nórdicos, devido a uma dependência relativamente grande do financiamento por grosso e à deslocalização da sede de um grande banco regional para a Finlândia. A crise poderá levar a um aumento do rácio de NPL, mas prevê-se que este continue a ser muito baixo.
- A **dívida pública** voltou a descer abaixo do limiar em 2019, tendo o crescimento do PIB continuado a ultrapassar o crescimento da dívida. No entanto, prevê-se que a dívida pública aumente mais de 10 pontos percentuais em 2020, passando para cerca de 70 % do PIB, refletindo a gravidade da recessão e a resposta orçamental do Governo à crise. Prevê-se que aumente moderadamente em 2021.
- Os resultados a nível do **mercado de trabalho** continuaram a melhorar em 2019, com a redução das taxas de desemprego e de desemprego de longa duração. A taxa de desemprego, no atual quadro, deverá aumentar para 7,9 % em 2020 e, em seguida, diminuir ligeiramente em 2021.

A Finlândia entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com a dívida do setor privado. Com a crise da COVID-19, o rácio da dívida do setor privado está a aumentar, mas os riscos continuam a ser limitados. Globalmente, a Comissão não considera necessário proceder, na presente fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.

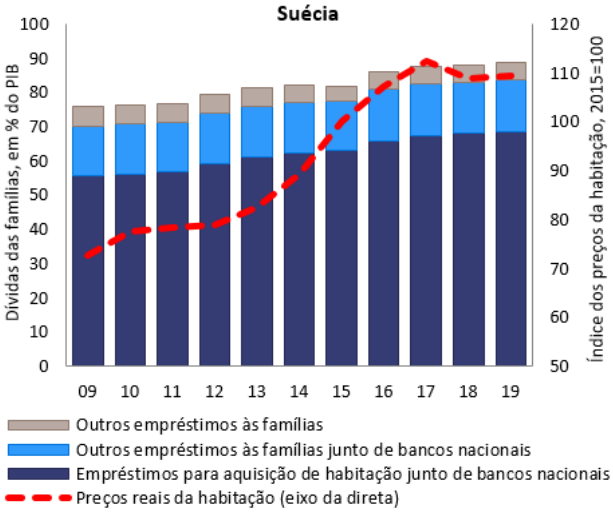
SUÉCIA: Em fevereiro de 2020, a Comissão concluiu que a Suécia registava desequilíbrios macroeconómicos, relacionados em especial com a sobrevalorização dos preços do imobiliário, conjugada com um agravamento continuado do endividamento das famílias. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, o indicador da dívida do setor privado ultrapassou o limiar indicativo.

As recomendações dirigidas à Suécia referentes ao PDM emitidas em 2019 estão, em grande medida, associadas ao funcionamento do mercado da habitação e ao endividamento do setor privado. Para além das políticas destinadas a combater a pandemia, as medidas tomadas em 2020 para corrigir os desequilíbrios dizem respeito ao mercado imobiliário para arrendamento.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,3 % em 2019 para -3,4 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,3 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 2,8 % superior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

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



Fonte: Eurostat e BCE

- A **posição externa** continua sólida. O excedente da balança corrente aumentou em 2019 para mais de 4 % do PIB, enquanto a PLII já positiva aumentou acentuadamente. Em 2020, prevê-se que o excedente da balança corrente se mantenha a um nível semelhante.
- A **dívida consolidada do setor privado** atingiu um novo nível máximo de 204 % do PIB em 2019, sendo que tanto a dívida das empresas não financeiras como a dívida das famílias ultrapassaram os limiares prudenciais. A **dívida das famílias** aumentou para 89 % do PIB. Os empréstimos hipotecários às famílias continuaram a crescer no primeiro semestre de 2020, apesar da forte contração da atividade económica. O aumento do desemprego poderá reduzir a futura capacidade de reembolso das famílias.
- Após um declínio no final de 2017, os **preços da habitação** começaram a crescer novamente a partir de 2018, quase sem interrupção pela crise da COVID-19. Os preços da habitação continuam a ser globalmente elevados, com riscos de sobrevalorização. Os preços da habitação e o endividamento das famílias são impulsionados pelo tratamento fiscal favorável à aquisição de habitação própria, pelas taxas de juro muito baixas do crédito hipotecário e pelas características específicas do mercado do crédito hipotecário, assim como pelas restrições do lado da oferta.
- Em 2020, o rácio da **dívida pública** deverá assim aumentar substancialmente antes de se estabilizar em 2021, muito abaixo do limiar de 60 % do PIB. O **setor financeiro** entrou na crise a partir de uma situação inicial sólida e beneficiou de medidas de apoio antecipadas, em especial, por parte das autoridades monetárias. Em resposta à crise, a regulamentação macroprudencial foi temporariamente flexibilizada.

- As medidas de apoio tomadas como os regimes de desemprego temporário ajudaram a atenuar o impacto no **mercado de trabalho**. No entanto, prevê-se que o desemprego aumente para 8,8 % em 2020.

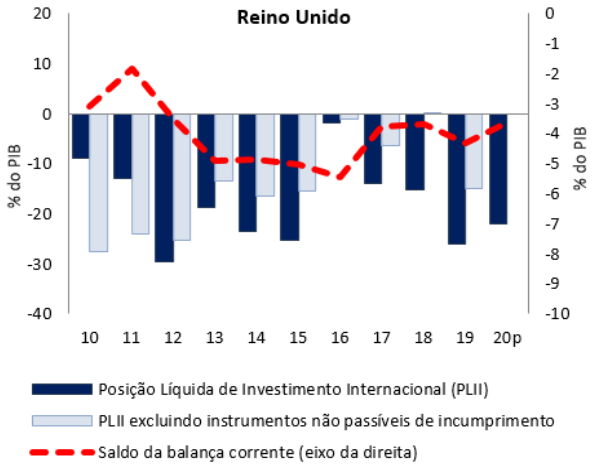
A Suécia entrou na crise da COVID-19 com vulnerabilidades relacionadas com o mercado da habitação e a dívida do setor privado. Subsistem, com a crise da COVID-19, vulnerabilidades associadas à dívida das famílias, ao crédito hipotecário e aos níveis dos preços da habitação. Globalmente, tendo também em conta que em fevereiro foram detetados desequilíbrios, a Comissão considera oportuno analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

REINO UNIDO: Na ronda anterior do PDM, não foram identificados nenhuns desequilíbrios macroeconómicos relativamente ao Reino Unido. No painel de avaliação atualizado, que inclui valores até 2019, os indicadores da dívida do setor privado e da dívida pública estão acima dos limiares indicativos.

Prevê-se que o crescimento real do PIB diminua substancialmente em resultado da crise da COVID-19, passando de 1,3 % em 2019 para -10,3 % em 2020. Prevê-se que o crescimento real seja de 3,3 % em 2021, sendo assim o nível nominal do PIB 3,9 % inferior ao de 2019.

Um conjunto de desenvolvimentos relevantes pode ser resumido do seguinte modo:

Gráfico A28: ***PLII e saldo da balança corrente***



Fonte: Serviços da Comissão

- As **vulnerabilidades externas** aumentaram devido ao considerável défice da balança corrente e à deterioração da posição líquida de investimento internacional (PLII). O défice da balança corrente aumentou para mais de 4 % do PIB em 2019, expondo o Reino Unido às necessidades de financiamento externo. O saldo da balança corrente deverá diminuir ligeiramente nos próximos anos. A PLII deteriorou-se ainda mais, passando para -26 % do PIB em 2019, situando-se agora significativamente abaixo do nível esperado, tendo em conta os parâmetros económicos fundamentais subjacentes, mas ainda acima do limiar prudencial. No futuro, a posição líquida de investimento internacional deverá estabilizar-se em torno desse nível.
- A **dívida do setor privado** diminuiu ligeiramente em 2019. Em particular, a dívida das famílias é elevada e continua acima dos limiares prudenciais, o que requer acompanhamento, tendo especialmente em conta o efeito negativo esperado da pandemia sobre o rendimento das famílias. Os **preços reais da habitação** diminuíram 0,3 % em 2019. Embora as políticas públicas tenham apoiado os preços da habitação em 2020, é de esperar novos ajustamentos.
- A **dívida pública** mantém-se acima do limiar e prevê-se um aumento para um nível superior a 100 % do PIB em 2020, em consequência das medidas estatais para fazer face ao impacto da pandemia e à contração do PIB.
- O **setor bancário** continua a ser rentável e com boa capitalização e os NPL são muito baixos. No entanto, a exposição do setor financeiro ao imobiliário comercial e o impacto da saída do Reino Unido do mercado único e da União Aduaneira da UE no final de 2020 representam riscos.
- O **mercado de trabalho** manteve-se dinâmico em 2019, com uma taxa de emprego elevada e um nível de desemprego historicamente baixo. No entanto, prevê-se que a pandemia afete de forma significativa o mercado de trabalho a partir de 2020.

O Reino Unido entrou na crise da COVID-19 sem desequilíbrios macroeconómicos identificados, embora com problemas relativos ao setor externo e com a dívida do setor privado implicando riscos limitados. Com a crise da COVID-19, os rácios da dívida deverão aumentar e as vulnerabilidades externas irão permanecer. Por conseguinte, a Comissão não efetuará uma apreciação aprofundada no contexto do PDM.

Quadro 1.1: Painel de avaliação do PDM 2019

Ano 2019	Desequilíbrios externos e competitividade					Desequilíbrios internos						Indicadores do emprego[1]		
	Saldo da balança corrente - % do PIB (média a 3 anos)	Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflator IHPC (variação em % a 3 anos)	Quotas nos mercados de exportação - % das exportações mundiais (variação em % a 5 anos)	Índice do custo nominal unitário do trabalho (2010=100) (variação em % a 3 anos)	Índice dos preços da habitação (2015=100), deflacionado (variação em % a 1 ano)	Fluxo de crédito para o setor privado, consolidado (% do PIB)	Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	Taxa de desemprego (média a 3 anos)	Total dos passivos do sector financeiro, não consolidado (variação em % a 1 ano)	Taxa de atividade - % da população total entre os 15 e os 64 anos (Variação a 3 anos em pp)	Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa entre os 15 e os 74 anos (Variação a 3 anos em pp)	Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa entre os 15 e os 24 anos (Variação a 3 anos em pp)
Limiares	-4%/+6%	-35%	±5% (AE) ±11% (Não-AE)	-6%	9% (AE) 12% (Não-AE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.1	50.6	2.6	-3.1	5.3	2.5	3.8	179.1	98.1	6.2b	4.6	1.4	-1.7	-5.9
BG	2.5	-31.2	4.5	15.4	19.5p	4.0p	5.6	91.8	20.2	5.2	5.8	4.5	-2.1	-8.3
CZ	0.6	-20.3	8.7	5.1	14.4	6.2	3.1	80.8	30.2	2.4	5.6	1.7	-1.1	-4.9
DK	8.0	76.9	-0.2	2.6	1.4	1.5	11.4	221.2	33.3	5.3b	13.1	1.6b	-0.4	-2.1
DE	7.4	71.7	2.1	-1.1	7.9	4.3	5.4	105.4	59.6	3.4	7.3	1.3	-0.5	-1.3
EE	1.7	-21.4	6.2	2.0	19.9	4.4	3.8	97.8	8.4	5.2	12.5	1.4	-1.2	-2.3
IE	-1.6	-174.0	-1.4	71.0	-4.4	0.0	-9.1	202.4	57.4	5.8	15.5	0.6	-2.6	-4.3
EL	-2.1	-155.9	0.3	3.7	1.7p	6.5e	0.8p	109.9p	180.5	19.4	11.5	0.2	-4.8	-12.1
ES	2.3	-73.9	1.7	2.6	4.0p	4.1	1.3p	129.4p	95.5	15.5	0.9	-0.4	-4.2	-11.9
FR	-0.7	-22.9	1.6	-0.5	1.3p	2.3	8.0p	153.3p	98.1	9.0	7.5	0.3	-1.2	-4.9
HR	2.6	-50.3	1.5	22.5	4.7p	8.1	1.7p	91.2p	72.8	8.8	6.8	0.9	-4.2	-14.7
IT	2.7	-1.5	0.2	-2.6	3.2	-0.6	0.2	106.6	134.7	10.6	3.8	0.8	-1.1	-8.6
CY	-5.2	-122.3	-0.1	13.7	5.2p	2.6	2.7p	259.1p	94.0	8.9	3.9	2.6	-3.7	-12.5
LV	0.1	-41.7	3.7	3.6	17.0	5.8	1.5	67.1	36.9	7.5	4.6	1.0	-1.6	-4.9
LT	1.4	-24.1	3.7	16.8	16.4	4.9	3.0	55.1	35.9	6.5	4.1	2.5	-1.1	-2.6
LU	4.7	56.2	2.0	10.3	11.9	8.0	3.8	318.7	22.0	5.6	3.3	2.0	-0.9	-1.9
HU	0.7	-43.7	0.3	5.9	10.0p	12.8p	3.2p	66.6p	65.4	3.8	17.8	2.5	-1.3	-1.5
MT	5.1	54.6	1.3	18.1	8.5	4.0p	8.5	123.7	42.6	3.8	4.4	5.3	-1.5	-1.4
NL	10.5	90.0	2.4	0.7	5.9p	4.8	0.0p	234.0p	48.7	4.0	6.1p	1.2	-1.5	-4.1
AT	1.8	12.1	2.1	1.4	5.5	3.9	4.5	120.1	70.5	5.0	4.3	0.9	-0.8	-2.7
PL	-0.4	-49.4	2.8	25.1	9.2p	6.7	3.3	74.0	45.7	4.0	4.2	1.8	-1.5	-7.8
PT	0.5	-100.3	-0.4	8.5	7.6p	8.7	2.2p	149.2p	117.2	7.5	0.0	1.8	-3.4	-9.7
RO	-4.0	-43.5	0.2	17.9	24.5p	-1.7	2.0p	46.7p	35.3	4.3	10.4	3.0	-1.3	-3.8
SI	5.9	-15.4	1.0	16.0	8.4	4.8	0.8	68.7	65.6	5.4	9.9	3.6	-2.4	-7.1
SK	-2.3	-66.3	2.6	1.9	14.5	6.2	5.0	91.6	48.5	6.8	4.9e	0.8	-2.4	-6.1
FI	-0.9	3.6	0.2	4.6	0.8	0.0	7.6	147.5	59.3	7.6	7.6	2.4	-1.1	-2.9
SE	3.3	18.2	-8.3	-5.1	8.2	0.5	9.8	203.9	35.1	6.6b	10.6	0.8	-0.4	1.2
P.M.: UK	-3.9	-26.2	-2.9	-1.4	8.8	-0.3	2.8	154.7	85.4	4.0	3.3	0.8	-0.4	-1.8

Dados destacados são os que se encontram ao nível do limiar, ou acima do mesmo. Nota: b: interrupção da série; e: estimativa; p: provisório.

1) O Reino Unido retirou-se da União Europeia em 31 de janeiro de 2020 com base no Acordo sobre a saída do Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte da União Europeia e da Comunidade Europeia da Energia Atómica («Acordo de Saída», JO C 384 I de 12.11.2019, p. 1) , continuando o direito da União a aplicar-se ao e no território do Reino Unido durante o período de transição que cessa em 31 de dezembro de 2020. 2) Para os indicadores do emprego, ver página 2 do RMA de 2006. 3) Índice de preços da habitação e = estimativa do Banco Central da Grécia. 4) Dívida do setor privado, fluxo de crédito relativo ao setor privado, passivos totais do setor financeiro: LU realizou uma revisão dos valores de referência das suas contas financeiras. 5) Nos passivos totais do setor financeiro da DK, «derivados financeiros e opções sobre ações concedidas a empregados» (F.7) não inclui as opções sobre ações concedidas a empregados. 6) Taxa de desemprego, b = revisão da metodologia de inquérito da BE; b = melhoria da recolha de dados, introdução da técnica de entrevista via Web assistida por computador (CAWI) na DK.

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat e Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (para a taxa de câmbio efetiva real), dados do Fundo Monetário Internacional e Perspetivas da Economia Mundial (para as exportações mundiais em volume de bens e serviços)

Quadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2019

Ano 2019	PIB real (variação em % a 1 ano)	Formação bruta de capital fixo (% do PIB)	Despesa interna bruta em R&D (% do PIB)	Soma da balança corrente e da balança de capitais (capacidade/necessidade líquida de financiamento) (% do PIB)	PLLI excluindo instrumentos não passíveis de incumprimento (% do PIB)	Investimento direto estrangeiro na economia do país a que respeitam os dados - fluxos (% do PIB)	Investimento direto estrangeiro na economia do país a que respeitam os dados - volumes (% do PIB)	Saldo da balança comercial dos produtos energéticos (% do PIB)	Taxa de câmbio efetiva real - parceiros comerciais da Área do Euro (variação em % a 3 anos)	Comportamento das exportações face às economias avançadas (variação em % a 5 anos)	Termos de troca (variação em % a 5 anos)	Quota nos mercados de exportação, em volume (variação em % a 1 ano)	Produtividade do trabalho (variação em % a 1 ano)	Valor bruto dos empréstimos não produtivos junto de entidades internas e estrangeiras (% dos empréstimos brutos)	Comportamento do custo unitário do trabalho em relação ao resto da AE (variação em % a 10 anos)	Índice dos preços da imobiliário (2015=100) - nominal (variação em % a 3 anos)	Construção de imóveis para habitação (% do PIB)	Dívida das famílias, consolidada (incl. ISFLSF, em % do PIB)	Endividamento bancário consolidado, entidades internas e estrangeiras (total dos ativos/total dos capitais próprios)
BE	1.7	24.2	na	0.5	40.2	-5.3	168.1	-2.6	1.1	-4.8	1.2	-0.1	0.2	2.1p	0.3	10.9	6.2	61.2	13.4p
BG	3.7	18.7	0.8p	4.5	39.9	2.4	81.7	-2.9	1.7	13.4	8.9	2.8	3.3	6.5p	42.5	22.8p	2.8	23.3	8.2p
CZ	2.3	26.2	1.9p	0.2	29.7	3.7	78.1	-2.4	7.5	3.2	0.9	0.2	2.1	1.7p	9.0	32.4	4.5	31.8	12.1p
DK	2.8	22.0	3.0p	8.9	27.2	-2.0	54.3	-0.4	-2.5	0.8	-1.3	3.9	1.6	1.9p	-6.6	11.7	4.9	109.5	16.7p
DE	0.6	21.7	3.2e	7.1	51.3	1.9	46.6	-1.8	0.3	-2.9	3.3	-0.1	-0.3	1.2p	10.4	19.7	6.6	54.4	13.7p
EE	5.0	26.2	1.6p	3.2	31.2	9.3	96.7	-1.2	4.4	0.2	0.6	5.1	3.7	1.6p	22.2	19.6	4.9	37.6	7.5p
IE	5.6	45.6	0.8	-21.2	-285.4	-11.4	436.7	-1.2	-2.9	68.0	4.3	9.4	2.6	3.4p	-35.4	25.1	2.3	37.2	7.4p
EL	1.9p	10.1p	1.2p	-1.1	-135.3	2.4	23.8	-2.4p	-2.0	1.8	1.9p	3.7p	0.6p	35.5p	-17.8	8.0e	0.7p	54.3	10.9p
ES	2.0p	19.9p	1.1p	2.5	-46.8	1.0	67.7	-1.9p	0.0	0.8	-1.0p	1.2p	-0.3p	3.1p	-11.8	19.2	5.7p	56.9	13.5p
FR	1.5p	23.6p	na	-0.6	-35.6	1.9	48.0	-1.8p	-0.1	-2.2	2.5p	0.8p	0.4p	2.5p	-1.4	9,7	6.4p	61.7	15.1p
HR	2.9p	21.0p	na	4.7	-5.5	2.4	49.4	-2.9p	0.5	20.4	3.7p	5.7p	-0.2p	5.2p	-17.6	20.0	na	34.6	7.5p
IT	0.3	18.1	1.5p	2.9	0.0	1.6	29.0	-2.0	-1.7	-4.3	4.2	-0.1	-0.2	6.7p	-2.4	-1.8	4.2	41.2	12.9p
CY	3.1p	19.4p	na	-6.2	-159.5	103.5	1827.5	-4.0p	-2.5	11.7	0.7p	-1.5p	-0.1p	18.1p	-11.5	7.9	7.9p	89.5	12.8p
LV	2.1	22.2	0.6p	0.8	4.5	3.1	56.0	-2.7	2.8	1.8	6.7	1.0	2.1	3.9p	17.3	29.9	2.4	20.3	9.8p
LT	4.3	21.4	1.0p	5.2	4.8	2.9	44.0	-3.6	3.4	14.7	4.5	8.4	3.9	1.7p	16.8	24.9	2.9	23.0	14.5p
LU	2.3	16.9	na	4.5	-3893.6	-446.6	6742.5	-3.2	1.0	8.3	-0.7	-0.3	-1.3	0.6p	8.5	24.5	3.4	65.9	15.0p
HU	4.6p	27.2p	1.5	1.6	-2.5	19.7	169.6	-3.8p	-0.6	4.0	0.0p	4.7p	3.3p	4.1p	15.3	50.0p	3.2p	18.4	9.6p
MT	4.9	21.6p	0.6p	5.6	246.3	27.5	1497.1	-6.4	-0.1	16.0	3.3	5.0	-0.8	3.2p	4.5	18.2p	4.9p	49.7	11.2p
NL	1.7p	21.0p	na	9.9	-0.5	3.9	581.2	-0.8p	0.9	-1.1	1.9p	1.6p	-0.2p	1.8p	-1.7	26.3	5.0p	100.3p	16.1p
AT	1.4	24.7	3.2p	2.8	-1.1	-1.9	59.7	-2.2	1.1	-0.4	0.7	1.8	0.3	2.2p	5.5	16.6	4.7	49.5	11.2p
PL	4.5	18.5	1.3p	2.5	-12.5	2.4	46.4	-2.4	1.6	22.9	3.7	4.0	4.8p	6.1p	4.1	20.3	2.0	34.4	9.7p
PT	2.2p	18.2p	1.4p	0.9	-47.1	3.5	80.6	-2.5p	-1.6	6.6	4.1p	2.4p	1.4p	6.1p	-7.1	32.1	3.2p	63.6	10.8p
RO	4.2p	23.6p	na	-3.4	-4.1	2.9	44.2	-1.7p	-1.2	15.8	4.7p	2.9p	4.2p	4.3p	30.7	15.8	2.4p	15.4	9.1p
SI	3.2	19.6	na	5.2	1.6	3.1	39.7	-3.5	0.4	13.9	2.0	3.0	0.7	3.4p	-1.4	25.6	2.2	26.9	8.2p
SK	2.3	21.4	0.8	-2.0	-14.1	2.2	69.6	-3.1	1.9	0.1	-2.0	-0.3	1.3	2.9p	6.3	24.1	3.4	43.7	9.6p
FI	1.1	23.9	2.8p	-0.1	6.3	5.9	50.9	-1.7	-1.7	2.7	2.5	6.6	-0.5	1.4p	-3.1	3.7	7.2	66.0	16.6p
SE	1.3	24.5	3.4pe	4.2	-5.0	4.6	86.1	-1.1	-9.7	-6.7	-0.5	2.2	0.7	1.1p	5.8	8.3	4.6	88.6	17.9p
P.M.: UK	1.3	18.0	na	-4.3	-15.1	0.8	80.5	-0.5	-4.4	-3.1	2.3	1.7	0.2	1.2p	9.2	9.1	4.0	84.1	16.0p

Nota: e:estimativa; p: provisório.

1) O Reino Unido retirou-se da União Europeia em 31 de janeiro de 2020 com base no Acordo sobre a saída do Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte da União Europeia e da Comunidade Europeia da Energia Atómica («Acordo de Saída», JO C 384 I de 12.11.2019, p. 1) , continuando o direito da União a aplicar-se ao e no território do Reino Unido durante o período de transição que cessa em 31 de dezembro de 2020. 2) O prazo oficial de transmissão dos dados de 2019 sobre as despesas nacionais brutas em matéria de investigação e desenvolvimento é 31 de outubro de 2020, embora os dados tenham sido extraídos em 23 de outubro de 2020. 3) Índice de preços da habitação e = estimativa do Banco Central da Grécia. 4) Dívida das famílias: LU realizou uma revisão dos valores de referência das suas contas financeiras.

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat e Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (para a taxa de câmbio efetiva real), Banco Central Europeu (para o endividamento bancário consolidado, empréstimos não produtivos e entidades nacionais e estrangeiras), dados do Fundo Monetário Internacional e Perspetivas da Economia Mundial (para as exportações mundiais em volume de bens e serviços)

Quadro 2.1. (continuação): Indicadores auxiliares, 2019

Ano 2019	Taxa de emprego (variação em % a 1 ano)	Taxa de atividade - % da população total entre os 15 e os 64 anos (%)	Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa entre os 15 e os 74 anos (%)	Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa entre os 15 e os 24 anos (%)	Jovens que não trabalham, não estudam nem seguem uma formação - % da população total entre os 15 e os 24 anos		Pessoas em risco de pobreza ou de exclusão social - % da população total		Pessoas em risco de pobreza consideradas as prestações sociais - % da população total		Pessoas em situação de privação material grave - % da população total		Pessoas que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa - % da população total entre os 0 e os 59 anos	
					%	Variação a 3 anos em pp	%	Variação a 3 anos em pp	%	Variação a 3 anos em pp	%	Variação a 3 anos em pp	%	Variação a 3 anos em pp
BE	1.6	69.0	2.3	14.2	9.3	-0.6	19.5b	-1.4b	14.8b	-0.7b	4.4b	-1.1b	12.4b	-2.5b
BG	0.3	73.2	2.4	8.9	13.7	-4.5	32.5	-7.9b	22.6	-0.3b	19.9	-12.0b	9.3	-2.6b
CZ	0.2	76.7	0.6	5.6	5.7	-1.3	12.5	-0.8	10.1	0.4	2.7	-2.1	4.2	-2.5
DK	1.2	79.1	0.8	10.1	7.7	1.0b	16.3	-0.5	12.5	0.6	2.6	0.0	9.3	-1.4
DE	0.9	79.2	1.2	5.8	5.7	-1.0	17.4	-2.3	14.8	-1.7	2.6	-1.1	7.6	-2.0
EE	1.3	78.9	0.9	11.1	6.9	-2.2	24.3	-0.1	21.7	0.0	3.3	-1.4	5.4	-0.4
IE	2.9	73.3	1.6	12.5	10.1	-2.5	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.2p	68.4	12.2	35.2	12.5	-3.3	30.0	-5.6	17.9	-3.3	16.2	-6.2	13.8	-3.4
ES	2.2p	73.8	5.3	32.5	12.1	-2.5	25.3	-2.6	20.7	-1.6	4.7	-1.1	10.8	-4.1
FR	1.1p	71.7	3.4	19.6	10.6	-1.3	17.9	-0.3	13.6	0.0	4.7	0.3	7.9	-0.5
HR	3.1p	66.5	2.4	16.6	11.8	-5.1	23.3	-4.6	18.3	-1.2	7.2	-5.3	9.2	-3.8
IT	0.5	65.7	5.6	29.2	18.1	-1.8	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	3.1p	76.0	2.1	16.6	13.7	-2.3	22.3	-5.4	14.7	-1.4	9.1	-4.5	6.8	-3.8
LV	-0.1	77.3	2.4	12.4	7.9	-3.3	27.3	-1.2	22.9	1.1	7.8	-5.0	7.6	0.4
LT	0.5	78.0	1.9	11.9	8.6	-0.8	26.3	-3.8	20.6	-1.3	9.4	-4.1	7.5	-2.7
LU	3.6	72.0	1.3	17.0	5.6	0.2	20.6	1.5b	17.5	1.7b	1.3	-0.3b	7.5	0.9b
HU	1.3	72.6	1.1	11.4	11.0	0.0	18.9	-7.4	12.3	-2.2	8.7	-7.5	5.0	-3.2
MT	5.8	75.9	0.9	9.3	8.6	-0.2	20.1	-0.2	17.1	0.6	3.6	-0.8	4.9	-2.4
NL	1.9p	80.9	1.0	6.7	4.3	-0.3	16.5	-0.2b	13.2	0.5b	2.5	-0.1b	9.2	-0.5b
AT	1.1	77.1	1.1	8.5	7.1	-0.6	16.9	-1.1	13.3	-0.8	2.6	-0.4	7.8	-0.3
PL	-0.2p	70.6	0.7	9.9	8.1	-2.4	18.2	-3.7	15.4	-1.9	3.6	-3.1	4.7	-1.7
PT	0.8p	75.5	2.8	18.3	8.0	-2.6	21.6	-3.5	17.2	-1.8	5.6	-2.8	6.2	-2.9
RO	0.0p	68.6	1.7	16.8	14.7	-2.7	31.2	-7.6	23.8	-1.5	14.5	-9.3	6.0	-2.2
SI	2.5	75.2	1.9	8.1	7.0	-1.0	14.4	-4.0	12.0	-1.9	2.6	-2.8	5.2	-2.2
SK	1.0	72.7	3.4	16.1	10.3	-2.0	16.4	-1.7	11.9	-0.8	7.9	-0.3	6.2	-0.3
FI	1.7	78.3	1.2	17.2	8.2	-1.7	15.6	-1.0	11.6	0.0	2.4	0.2	9.7	-1.7
SE	0.6	82.9	0.9	20.1	5.5	-1.0	18.8	0.5	17.1	0.9	1.8	1.0	8.6	0.1
P.M.: UK	1.1	78.1	0.9	11.2	10.5	-0.4	na	na	na	na	na	na	na	na

Nota: b: interrupção da série; p: provisório.

1) O Reino Unido retirou-se da União Europeia em 31 de janeiro de 2020 com base no Acordo sobre a saída do Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte da União Europeia e da Comunidade Europeia da Energia Atómica («Acordo de Saída», JO C 384 I de 12.11.2019, p. 1) , continuando o direito da União a aplicar-se ao e no território do Reino Unido durante o período de transição que cessa em 31 de dezembro de 2020. 2) Prazo oficial para a transmissão das estatísticas de 2019 do rendimento e das condições de vida (EU-SILC) é 30 de novembro de 2020, ao passo que os dados foram extraídos em 23 de outubro de 2020. 3) Estatísticas do rendimento e das condições de vida. É necessário prudência na comparação temporal relativamente à BE: foi introduzido no inquérito um conjunto de melhorias fundamentais. A interrupção tem uma faceta substancial e outra metodológica. Em termos de conteúdo, passou-se em 2019 para a utilização de dados administrativos para a maioria das variáveis do rendimento. Logo, o questionário SILC no seu todo foi profundamente revisto. Ao nível metodológico, foi revista a totalidade do modelo de correção de ausência de resposta, desgaste dos membros do painel e calibração.

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat