



Bruxelas, 16.11.2016  
COM(2016) 728 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 2017**

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

{SWD(2016) 354 final}

*O Relatório sobre o Mecanismo de Alerta (RMA) constitui o ponto de partida do ciclo anual do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM), que visa identificar e corrigir os desequilíbrios que entravam o bom funcionamento das economias dos Estados-Membros ou da economia da UE e podem comprometer o funcionamento adequado da União Económica e Monetária.*

*O RMA utiliza um painel de indicadores selecionados, juntamente com um conjunto mais vasto de indicadores auxiliares, para identificar os Estados-Membros onde existem potenciais desequilíbrios económicos que requerem medidas estratégicas. Os Estados-Membros identificados no RMA são em seguida objeto de uma apreciação aprofundada (AA) por parte da Comissão, a fim de aferir se os riscos macroeconómicos se estão a acumular ou a ser reduzidos nos Estados-Membros e determinar se existem desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos. De acordo com a prática consagrada, no caso de Estados-Membros em que foram identificados desequilíbrios no ciclo precedente de apreciações aprofundadas, deverá proceder-se em todo o caso à elaboração de uma nova apreciação aprofundada.*

*Tendo em conta os debates com o Parlamento Europeu, bem como no seio do Conselho e do Eurogrupo, a Comissão elaborará análises aprofundadas sobre os Estados-Membros em causa. As conclusões serão integradas nas recomendações específicas por país no âmbito do Semestre Europeu para a coordenação das políticas económicas. Prevê-se que as referidas apreciações aprofundadas sejam publicadas em fevereiro de 2017 no âmbito dos relatórios por país, antes do pacote de recomendações específicas por país do Semestre Europeu.*

## 1. SÍNTESE

**O presente relatório marca o início do sexto ciclo anual do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM)<sup>1</sup>.** Este procedimento visa identificar os desequilíbrios que impedem o bom funcionamento das economias dos Estados-Membros e incentivar a adoção de medidas adequadas. A execução do PDM insere-se no Semestre Europeu para a coordenação das políticas económicas, de molde a assegurar a coerência com as análises e recomendações apresentadas no âmbito de outros instrumentos de supervisão económica. A análise anual do crescimento (AAC), que é adotada em simultâneo com o presente relatório, faz o balanço da situação económica e social na Europa e estabelece as grandes prioridades estratégicas para a UE no seu conjunto para o próximo ano.

**O relatório 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 requerem medidas estratégicas<sup>2</sup>.** O Relatório sobre o Mecanismo de Alerta (RMA) constitui um dispositivo de deteção de desequilíbrios económicos publicado no início de cada ciclo anual de coordenação das políticas económicas. Baseia-se, nomeadamente, numa análise económica de um painel de indicadores com limiares indicativos, bem como numa série de indicadores auxiliares.

**O relatório sobre o mecanismo de alerta sublinha as questões relacionadas com a área do euro.** Em consonância com a Comunicação da Comissão, de 21 de outubro de 2015,

---

<sup>1</sup> O presente relatório é acompanhado por um *anexo estatístico* que contém uma grande quantidade de dados estatísticos, que serviram de base à elaboração do presente relatório.

<sup>2</sup> Ver artigo 5.º do Regulamento (UE) n.º 1176/2011.

«sobre as medidas a adotar com vista à conclusão da União Económica e Monetária», o RMA visa analisar sistematicamente as repercussões decorrentes dos desequilíbrios dos países na área do euro e examina em que medida essas repercussões exigem uma abordagem coordenada em termos de respostas estratégicas.

**A avaliação do presente relatório inscreve-se no contexto de uma retoma económica que se mantém mas que é ainda frágil.** As previsões do outono de 2016 da Comissão Europeia preveem um crescimento real do PIB na UE de 1,8 % em 2016 e uma diminuição para 1,6 % em 2017, num contexto de abrandamento da procura interna, nomeadamente do consumo privado e do investimento. As previsões do PIB para a área do euro são de 1,7 % e 1,5 % em 2016 e 2017, respetivamente. Prevê-se que a inflação se mantenha a níveis historicamente baixos em 2016 e 2017, com a inflação de base em cerca de 1 %, apesar da orientação altamente flexível da política monetária. As condições do mercado de trabalho deverão melhorar ainda mais e a taxa de desemprego na UE deverá diminuir, passando de um nível estimado em 8,6 % em 2016 para 8,3 % em 2017. Os fatores favoráveis que apoiaram a recuperação até ao momento estão a desaparecer (a queda dos preços do petróleo e a depreciação do euro) e os riscos em termos de perspetivas de crescimento persistem. Apesar de uma recuperação em alguns mercados emergentes, subsistem incertezas relacionadas com o reequilíbrio na China e com as repercussões da normalização da política monetária dos EUA sobre os fluxos de capitais mundiais. As incertezas decorrentes das tensões geopolíticas permanecem elevadas e surgem riscos relativos ao contexto político de populismo crescente, relacionado, em certos casos, com dificuldades sociais e o cansaço provocado pelas reformas, além de sentimentos protecionistas crescentes em todo o mundo.

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

- **O ajustamento em países com défices ou dívida externos continuou a progredir, ao passo que se mantêm os grandes excedentes da balança corrente.** Foram alcançados progressos significativos entre os países devedores líquidos em termos de correção dos seus desequilíbrios externos. Os défices insustentáveis da balança corrente foram eliminados em quase todos os Estados-Membros, nomeadamente como resultado dos ajustamentos em termos de competitividade dos custos ao longo dos últimos anos, embora o volume de passivos externos líquidos continue a ser elevado. Em contrapartida, os excedentes da balança corrente não estão a ser objeto de ajustamento em todos os países credores líquidos, continuando a crescer nalguns casos.
- **O desendividamento do setor privado continua, mas a um ritmo lento e desigual, travada por um baixo crescimento nominal.** As vulnerabilidades associadas a elevados níveis de dívida privada, muitas vezes agravadas por elevados volumes de dívida pública, persistem em vários países. A dívida privada excessiva diminui o investimento e tem como contrapartida a fragilidade dos balanços dos bancos em alguns países. O processo de desendividamento está em curso, mas na maior parte dos casos a um ritmo lento em comparação com a experiência passada, nomeadamente à luz de um crescimento nominal incipiente<sup>3</sup>. Além disso, o desendividamento nem sempre é efetuado onde é mais necessário, sendo que alguns países muito endividados registam progressos mais lentos na redução da respetiva dívida do que os países com um baixo nível de dívida.

---

<sup>3</sup> Ver, por exemplo, FMI, «Fiscal Monitor», outubro de 2016.

- **Apesar da melhoria das posições de capital, o setor bancário enfrenta desafios relacionados com a diminuição da rentabilidade e uma herança de crédito malparado.** Embora os bancos tenham, de um modo geral, melhorado os seus rácios de capital e a sua resiliência aos choques, as perspetivas de rentabilidade reduzida limitam a capacidade para obter novos capitais no mercado, no contexto dos novos requisitos regulamentares em matéria de capital. Em alguns países, o legado de empréstimos improdutivos limita a margem para a concessão de empréstimos e aumenta o risco de má afetação de capital.
- **A dinâmica dos preços da habitação tem vindo a ganhar ímpeto e merece ser acompanhada em alguns países.** Na sequência de acentuadas correções no sentido da baixa durante as recessões pós-crise, os preços da habitação estão atualmente a aumentar na maior parte dos países. Apesar de uma conjuntura de baixas taxas de juro, a dinâmica dos preços da habitação mantém-se bastante abaixo das taxas de crescimento registadas em meados dos anos 2000. Em alguns países, porém, observa-se uma forte dinâmica dos preços num contexto de preços provavelmente sobrevalorizados e de aumento do crédito líquido às famílias, que convém acompanhar de perto.
- **Os mercados de trabalho continuam a sua recuperação, mas as dificuldades sociais persistem em alguns países.** Os mercados de trabalho registaram uma melhoria desde meados de 2013, acompanhada de uma redução da dispersão das taxas de desemprego entre os Estados-Membros após grandes tendências divergentes registadas em anos anteriores. No entanto, persistem taxas de desemprego muito elevadas e a estagnação dos rendimentos do trabalho em vários países da UE, persistindo também as dificuldades sociais, em especial nos países mais atingidos pelas crises financeira e da dívida soberana.

**Os problemas do reequilíbrio na área do euro continuam a merecer uma atenção especial.** O excedente da balança corrente da área do euro aumentou para 3,3 % do PIB em 2015 e prevê-se que atinja 3,7 % do PIB em 2016, refletindo uma dinâmica da procura agregada mais fraca do que a dinâmica do produto. A fragilidade da retoma da procura agregada da área do euro tem estado subjacente ao ambiente de baixa inflação e à subutilização persistente da capacidade da economia. A melhoria das balanças correntes dos países devedores líquidos tem de ser sustentada, a fim de assegurar uma redução do volume de passivos externos líquidos. Por outro lado, alguns países credores líquidos ainda não começaram a corrigir os desequilíbrios dos fluxos externos.

**Em termos gerais, apesar de se terem vindo a registar melhorias, confirmam-se as mesmas fontes ou riscos identificados no RMA de 2016.** Continuam a registar-se progressos na correção dos desequilíbrios externos entre os países devedores líquidos, mas o processo de reequilíbrio continua a ser desigual. O ajustamento dos desequilíbrios internos prossegue a um ritmo lento num contexto de baixo crescimento nominal e os progressos são díspares. O setor bancário tem pela frente reduzidas perspetivas de rentabilidade e uma herança de empréstimos improdutivos em alguns países. Em alguns países, os sinais de um possível sobreaquecimento nos mercados da habitação ou nos mercados de trabalho merecem ser acompanhados.

**As AA integrarão análises mais pormenorizadas e abrangentes para os Estados-Membros identificados pelo RMA.** Tal como no ciclo anterior, as AA serão integradas nos relatórios por país, que apresentam a análise dos serviços da Comissão sobre os desafios económicos e sociais nos Estados-Membros. Esta análise constitui a base das recomendações específicas por país (REP) do Semestre Europeu. Para proceder à elaboração destas AA, a

Comissão baseará a sua análise num vasto conjunto de dados e informações. Todas as estatísticas pertinentes, todos os dados relevantes, todos os factos importantes serão tidos em conta. Tal como previsto na legislação, é com base nas apreciações aprofundadas que a Comissão determinará se existem desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos e que posteriormente apresentará as recomendações estratégicas para cada Estado-Membro<sup>4</sup>. Os países em relação aos quais foram identificados desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos no anterior ciclo PDM são todos agora objeto de acompanhamento específico, ajustado em função da gravidade dos desafios subjacentes (caixa 1)<sup>5</sup>.

### **Caixa 1: Aplicação do PDM: principais evoluções desde 2015**

#### ***Categorização dos desequilíbrios macroeconómicos***

A categorização dos desequilíbrios foi simplificada e estabilizada no ciclo anterior, como indicado na Comunicação da Comissão de abril de 2016 sobre o Semestre Europeu e em conformidade com a Comunicação da Comissão de outubro de 2015 *sobre as medidas a adotar com vista à conclusão da União Económica e Monetária*. A simplificação reduziu o número de categorias possíveis de seis para quatro (sem desequilíbrios, desequilíbrios, desequilíbrios excessivos e desequilíbrios excessivos com medidas corretivas). Entre os 19 países objeto de uma AA em 2016, seis não registavam desequilíbrios (Áustria, Bélgica, Estónia, Hungria, Roménia e Reino Unido), sete registavam desequilíbrios (Finlândia, Alemanha, Irlanda, Países Baixos, Eslovénia, Espanha e Suécia) e seis registavam desequilíbrios excessivos (Bulgária, Croácia, Chipre, França, Itália e Portugal).

#### ***Acompanhamento específico***

O acompanhamento específico visa reforçar o acompanhamento contínuo das políticas adotadas no contexto do PDM. Não substitui o acompanhamento global pela Comissão da aplicação das reformas em resposta às recomendações específicas por país, que é apresentada nos relatórios por país, mas reforça a base para essa avaliação.

O acompanhamento específico foi instituído pela primeira vez em 2013 para dar seguimento ao reforço dos compromissos políticos assumidos pela Espanha e pela Eslovénia após lhes terem sido identificados desequilíbrios excessivos. Consistiu em duas missões seguidas de relatórios, no outono e no inverno, debatidos nos comités do Conselho que preparam o Conselho ECOFIN (CPE/CEF). Tendo em conta a experiência positiva adquirida com estes dois países, em 2014 a Comissão alargou o acompanhamento específico a todos os países com desequilíbrios excessivos e a certos países da área do euro com desequilíbrios de relevância sistémica. Em 2016, com a racionalização das categorias PDM, o acompanhamento específico foi alargado a todos os países com desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos, sendo efetuado uma só vez no outono e modulado em função da dimensão dos desafios e da gravidade dos desequilíbrios. Poderão ser efetuadas novas adaptações na implementação do acompanhamento específico, se necessário, com base na experiência acumulada.

**As AA justificam-se para os países a quem foram identificados desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos no anterior ciclo de AA<sup>6</sup>. É necessária uma nova apreciação**

<sup>4</sup> Regulamento (UE) n.º 1176/2011 (JO L 306 de 23.11.2011, p. 25).

<sup>5</sup> Ver «Semestre Europeu de 2016: 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 (2016) 95 final/2, de 7.4.2016.

<sup>6</sup> Ver «Semestre Europeu de 2016: 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 (2016) 95 final/2, de 7.4.2016. Para o conjunto completo de

aprofundada para avaliar se os desequilíbrios ou os desequilíbrios excessivos existentes se atenuam, persistem ou se agravam, sendo simultaneamente dada a devida atenção ao contributo das políticas implementadas por estes Estados-Membros para superar os desequilíbrios. Os Estados-Membros em causa são: **Bulgária, Croácia, Chipre, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Países Baixos, Portugal, Eslovénia, Espanha e Suécia.**

**Com base na leitura económica do painel de avaliação, a Comissão não irá, na fase atual, realizar novas análises no contexto do PDM no que respeita aos outros Estados-Membros.** Em especial, os países que deixaram de estar sujeitos à supervisão PDM em 2016 (Bélgica, Hungria, Roménia e Reino Unido) não apresentam, em comparação com o ano passado, grandes riscos adicionais que exijam uma análise no âmbito de uma AA em 2017. Alguns países que não foram recentemente objeto de AA apresentam uma dinâmica sustentável dos preços da habitação (Dinamarca, Luxemburgo) e dos custos da mão de obra (Estónia, Letónia e Lituânia) que merece uma atenção especial, mas não exige uma análise aprofundada das vulnerabilidades e dos riscos para a toda a economia no âmbito de uma AA. No caso da Grécia, a supervisão dos desequilíbrios e o acompanhamento das medidas corretivas continuam a ser realizados no contexto do programa de assistência financeira. De um modo geral, o relatório sobre o mecanismo de alerta aponta, por conseguinte, para a elaboração de AA para 13 Estados-Membros, face a 19 no ciclo anterior. Nenhum dos países que não foram objeto de AA no ciclo anterior o será em 2017.

## **2. DESEQUILÍBRIOS, RISCOS E AJUSTAMENTO: PRINCIPAIS EVOLUÇÕES NOS DIFERENTES PAÍSES**

**O relatório sobre o mecanismo de alerta baseia-se numa leitura económica do painel de indicadores.** O painel de indicadores RMA e os limiares indicativos constituem um dispositivo de filtragem para detetar provas *prima facie* dos possíveis riscos e vulnerabilidades merecedores de um exame mais aprofundado. O painel de avaliação inclui uma gama de indicadores e limiares de referência relativos a vários domínios, incluindo posições externas, competitividade, dívida privada, mercados da habitação, setor bancário e emprego. Baseia-se em dados *ex post*, a fim de garantir a estabilidade e a coerência dos dados entre os países. Daí o painel de avaliação utilizado no presente relatório refletir os dados até 2015. Serão, no entanto, examinados na leitura económica dos indicadores dados mais recentes, além de um conjunto de indicadores auxiliares. Os valores do painel de avaliação não são interpretados de forma mecânica, mas sujeitos a uma leitura económica que permite ter em conta questões específicas de cada país e considerações de natureza contextual<sup>7</sup>.

**A evolução dos indicadores do painel de avaliação reflete o processo de ajustamento gradual, bem como os desequilíbrios e vulnerabilidades que subsistem.** A correção de potenciais desequilíbrios da balança corrente decorre da evolução do número de valores que ultrapassam o limiar da variável da balança corrente no painel de avaliação do RMA (gráfico 1). Se em 2009 o indicador da balança corrente tinha ultrapassado o limiar em 14 países por causa dos défices e em dois países por causa dos excedentes, em 2015 apenas cinco países se

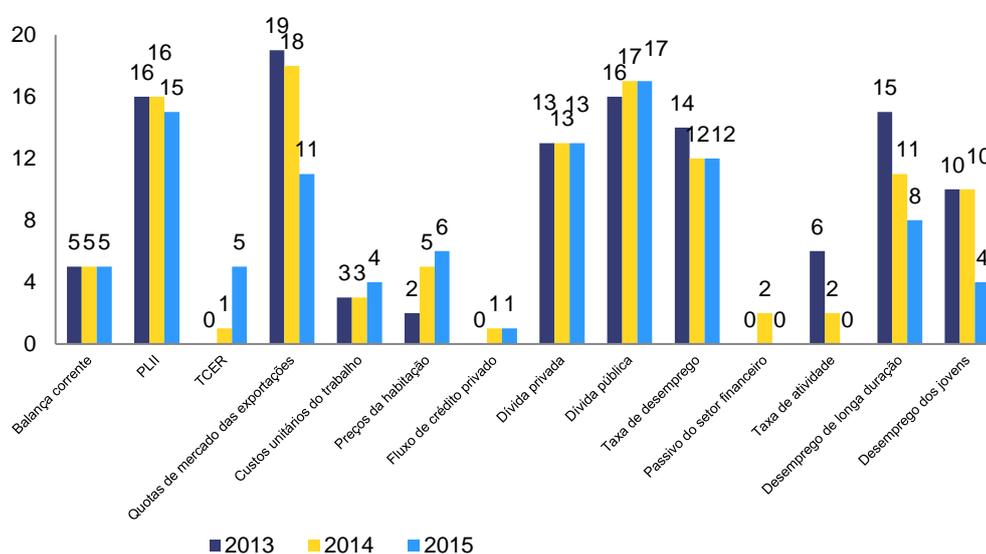
---

recomendações específicas por país adotadas pelo Conselho, incluindo as relacionadas com o PDM, ver JO C 299 de 18.8.2016.

<sup>7</sup> Qualquer leitura mecânica do painel de avaliação é excluída pelo Regulamento PDM (Regulamento (UE) n.º 1176/2011). Para mais informações sobre as razões subjacentes à criação do painel de avaliação RMA e a sua leitura ver «*The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium*» (Comissão Europeia, 2016).

encontravam nesta situação, três dos quais devido aos excedentes. Tendo em conta a retoma do crescimento da produção e das exportações para a maior parte dos países da UE, o número de leituras acima do limiar no que respeita ao desemprego, a outros indicadores sociais e às quotas do mercado de exportação tem vindo a diminuir. A dinâmica dos preços retomou em alguns países, num contexto de inflação geralmente baixa, o que resulta num crescente, mas ainda limitado, número de valores para além do limiar no que respeita à taxa de câmbio efetiva real e aos preços reais da habitação. Os valores superiores ao limiar são numerosos e persistentes em matéria de desequilíbrios de *stock*. É este o caso de 15 países (um a menos do que no ano anterior), no que se refere à posição líquida de investimento internacional em 2015, e de 17 países, no que se refere ao indicador da dívida pública (número igual ao do ano anterior). No que diz respeito à dívida privada, o número de valores superiores ao limiar manteve-se estável em 13.

Gráfico 1: Número de valores superiores ao limiar por cada indicador do painel de avaliação, 2013, 2014 e 2015.

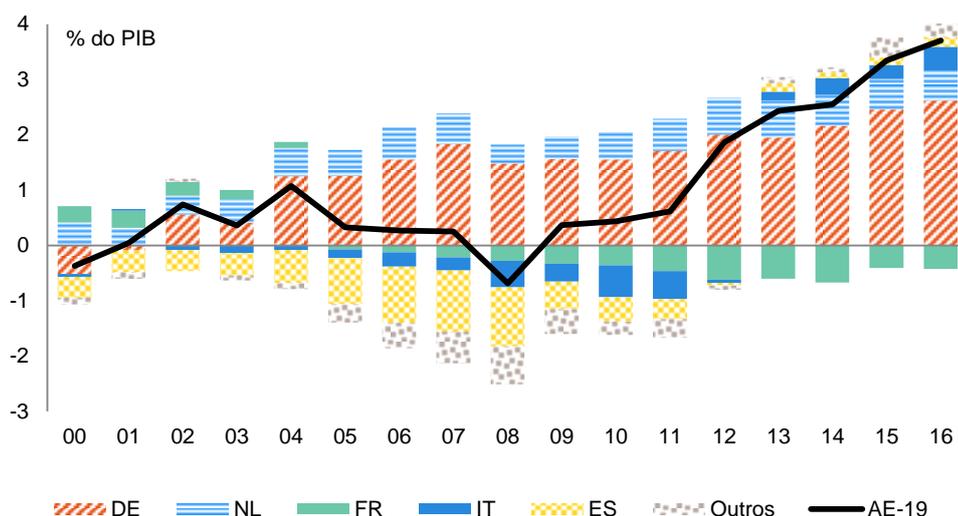


Fonte: Eurostat.

**Os défices da balança corrente do passado transformaram-se em excedentes ou em posições de equilíbrio, ao mas os excedentes elevados persistem.** Os países devedores líquidos realizaram grandes progressos na correção dos défices excessivos da balança corrente logo a seguir à crise (gráfico 2). Após uma pausa em 2014, ajustaram de novo a sua posição em 2015, principalmente devido ao crescimento das exportações, mas em alguns casos (por exemplo, Itália), também em resultado de uma procura interna fraca. Consequentemente, apenas Chipre e Reino Unido registaram défices acima do limiar. Em contrapartida, os excedentes na Dinamarca, na Alemanha e nos Países Baixos continuam a exceder o limiar. O já elevado excedente da balança corrente da Alemanha aumentou para 8,5 % do PIB em 2015, após um aumento significativo em 2014, uma vez que todos os setores da economia continuaram o processo de desendividamento, o que tornou ainda maior o desequilíbrio do

país entre a poupança e o investimento<sup>8</sup>. Os baixos preços do petróleo e os efeitos dos termos de troca também contribuíram para o aumento do excedente em 2015. O excedente da Alemanha é ainda mais elevado após a correção das variações cíclicas (9,4 % do PIB), como é o caso em 15 Estados-Membros cujas posições reais são inferiores às posições corrigidas das variações cíclicas. Os Países Baixos também registam ainda um elevado excedente da balança corrente, mas este diminuiu nos últimos dois anos. Entre os países credores líquidos, Dinamarca, Alemanha, Malta e Países Baixos apresentaram excedentes superiores em mais de 5 pontos percentuais do PIB ao que é explicável pelos fatores fundamentais, tais como a demografia ou a intensidade da indústria transformadora. De entre os países devedores líquidos, apenas o Reino Unido registou um défice superior aos fatores fundamentais em proporções semelhantes; a maioria dos países devedores líquidos apresentou posições de balanças correntes superiores aos fatores fundamentais na sequência do recente processo de reequilíbrio externo. Em termos globais, a correção dos desequilíbrios nos países devedores líquidos e a manutenção de excedentes nos principais países credores líquidos significam que o excedente da balança corrente da área do euro aumentou em cerca de 0,8 pontos percentuais do PIB, em 2015, para 3,3 % do PIB, em comparação com uma posição próxima do equilíbrio em 2009-2010 (caixa 2).

Gráfico 2: Saldos da balança corrente da área do euro e de alguns Estados-Membros



Fonte: Contas nacionais e previsões do outono de 2016 da Comissão Europeia (AMECO).

### Caixa 2: A dimensão «área do euro» dos desequilíbrios macroeconómicos

**As repercussões dos desequilíbrios macroeconómicos sobre a área do euro merecem especial atenção.** Em consonância com as propostas contidas no relatório de 22 de junho de 2015 intitulado «Concluir a União Económica e Monetária Europeia», apresentado por Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz, e na comunicação da Comissão, de 21 de outubro de 2015, sobre as medidas a adotar com vista à conclusão da União Económica e Monetária, o RMA contém a partir do ano passado uma análise mais sistemática do impacto que têm na área do

<sup>8</sup> Os valores da balança corrente aqui referidos baseiam-se nas contas nacionais.

euro os desequilíbrios dos países e a forma como essas repercussões exigem uma abordagem coordenada das respostas estratégicas.

**O elevado excedente da balança corrente da área do euro continua a aumentar.** O saldo da balança corrente da área do euro é o maior do mundo, elevando-se a 349 mil milhões de EUR em 2015, ou seja, 3,3 % do PIB da área do euro<sup>9</sup>. O excedente da área do euro começou a acumular-se no período pós-crise, partindo de um défice de 0,7 % do PIB em 2008. O seu nível atual não pode ser plenamente justificado pelos fundamentos económicos: as estimativas empíricas de uma norma de balança corrente para a área do euro indicam que as características fundamentais (por exemplo, o envelhecimento, rendimento *per capita* relativo, etc.) implicariam um ligeiro excedente de cerca de 0,3 % do PIB em 2015<sup>10</sup>. O excedente da área do euro deverá aumentar mais 0,4 pontos percentuais em 2016, apesar de os preços do petróleo terem aumentado a partir de uma base reduzida desde o início de 2016 e de o euro se ter apreciado em termos efetivos. No futuro, o elevado e crescente excedente da balança corrente da área do euro poderia contribuir para criar uma pressão em alta sobre o valor externo do euro.

**O excedente da área do euro reflete a correção dos antigos défices da balança corrente e os processos de desendividamento generalizado, bem como a persistência de grandes excedentes em alguns Estados-Membros.** A inversão do saldo da balança corrente da área do euro imediatamente após a crise coincidiu com uma acentuada correção nos países com grandes défices externos na sequência de uma inversão dos fluxos financeiros transfronteiras privados. Seguidamente, a dinâmica da procura interna e das importações manteve-se incipiente nos países devedores líquidos. Não se procedeu a uma correção simétrica no pós-crise nos países com saldos positivos da balança corrente e os excedentes aumentaram ainda mais nos países que registavam os maiores excedentes em valor, nomeadamente na Alemanha e nos Países Baixos. Em 2015, os excedentes da Alemanha e dos Países Baixos representaram, respetivamente, 257 mil milhões de EUR e 57 mil milhões de EUR do excedente da área do euro. A grande acumulação do excedente da balança corrente da área do euro assenta num processo de desendividamento que envolve todos os setores da economia desde 2009. A melhoria da capacidade líquida de financiamento dizia respeito, em primeiro lugar, às famílias e às empresas, e, posteriormente, às administrações públicas, tendo em conta a necessidade de corrigir situações orçamentais profundamente degradadas.

**Embora a maior parte dos países da área do euro tenham passado para posições externas próximas do equilíbrio ou excedentárias, o processo de reequilíbrio na área do euro deve prosseguir.** Alguns países apresentam ainda elevados défices da balança corrente, o que não significa que não são necessários novos progressos em termos de reequilíbrio na área do euro. Os países que apresentaram grandes défices durante um longo período de tempo continuam a caracterizar-se por importantes posições líquidas de investimento internacional negativas que representam um fator de vulnerabilidade. A liquidação de volumes importantes de passivos exige a manutenção dos saldos da balança corrente em terreno positivo ou com pequenos défices, o que implica, por sua vez, uma reduzida margem de manobra dos países devedores líquidos para relançar a procura interna. Dado que as importantes posições líquidas de investimento internacional negativas estão, de um modo geral,

<sup>9</sup> Valores baseados nas contas nacionais.

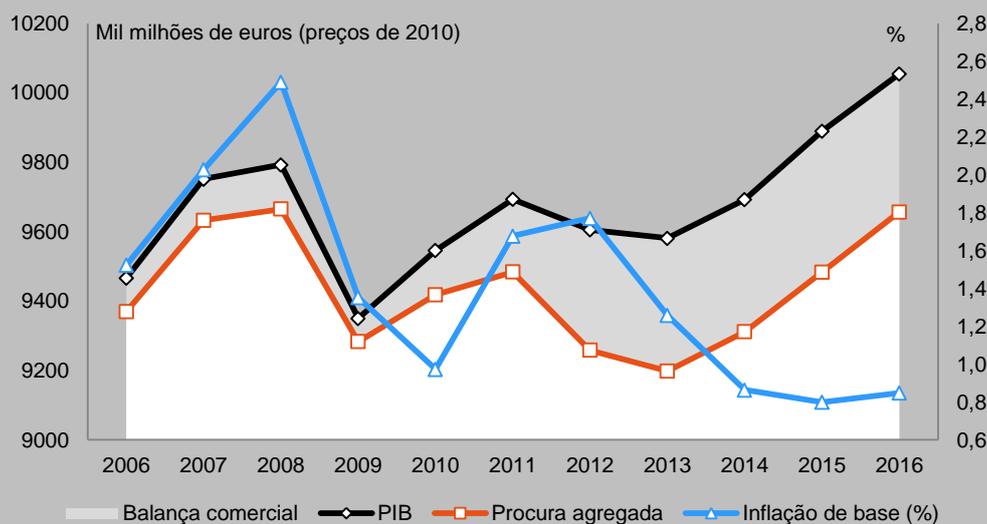
<sup>10</sup> O parâmetro de referência é obtido a partir de regressões sumárias que identificam os principais fatores determinantes do saldo entre a poupança e o investimento, incluindo fatores determinantes fundamentais (por exemplo, demografia, recursos), fatores estratégicos e condições financeiras mundiais. A metodologia é semelhante à abordagem para a avaliação do saldo das contas externas (External Balance Assessment - EBA) desenvolvida pelo FMI (Phillips, S. et al., 2013, «*The External Balance Assessment (EBA) Methodology*», documento de trabalho do FMI, (13/272), sem interações para a variável relativa aos efeitos do envelhecimento e com variáveis adicionais relativas ao peso da indústria transformadora no valor acrescentado.

associadas a grandes quantidades de dívida pública ou privada, a manutenção de posições prudentes em matéria de balanças correntes nos países devedores líquidos é também a contrapartida de um processo necessário de desendividamento interno. A medida em que o processo de desendividamento nos países devedores líquidos surge em detrimento das suas perspetivas de recuperação depende essencialmente do nível de crescimento e de inflação e dos riscos em matéria de dívida-deflação, da margem para novos ganhos de competitividade e da dinâmica da procura nos países credores líquidos excedentários e nos países não pertencentes à área do euro, num contexto de descida da intensidade comercial do crescimento.

**A persistência de um grande excedente da balança corrente da área do euro reflete a dinâmica da procura agregada, que continua a registar um atraso relativamente à da atividade económica.** Prevê-se que a procura interna real na área do euro recupere para os níveis verificados antes da crise económica (gráfico 3) apenas este ano. Esta tendência prolongada de recuperação da procura interna mais lenta do que a produção resultou tanto do investimento como do consumo, refletindo-se em valores de hiato do produto que permaneceram em terreno negativo desde 2009 e se mantêm inferiores a 1 %. Este grau persistente de subutilização das capacidades está subjacente aos atuais níveis historicamente baixos de inflação de base, que permanecem abaixo do objetivo das autoridades monetárias e que complicam os processos de desendividamento e de reequilíbrio da área do euro. Além disso, o elevado e crescente excedente da balança corrente da área do euro poderia contribuir para a persistência de uma inflação baixa através das taxas de câmbio.

**O setor financeiro está confrontado com uma série de desafios.** A base de capital dos bancos da área do euro melhorou, em média, mas persistem diferenças significativas. A rentabilidade dos bancos está abaixo dos níveis anteriores à crise e deverá continuar a diminuir, uma vez que o contexto de baixa inflação se reflete cada vez mais nas margens reduzidas e nos baixos rendimentos dos ativos, sem esquecer a sobrecapacidade bancária e a persistência de modelos de negócio desatualizados. Em alguns países, os elevados níveis de empréstimos improdutivos agravam margens de lucro em queda e a liquidação de um grande volume de ativos improdutivos pode enfraquecer a base de capital já baixa de vários bancos. O efeito conjugado de uma inflação baixa, das quantidades elevadas de empréstimos improdutivos em alguns países e dos requisitos de reservas de capital ainda por constituir pode limitar a margem de expansão do crédito.

Gráfico 3: Produção, procura interna, balança comercial e inflação de base da área do euro

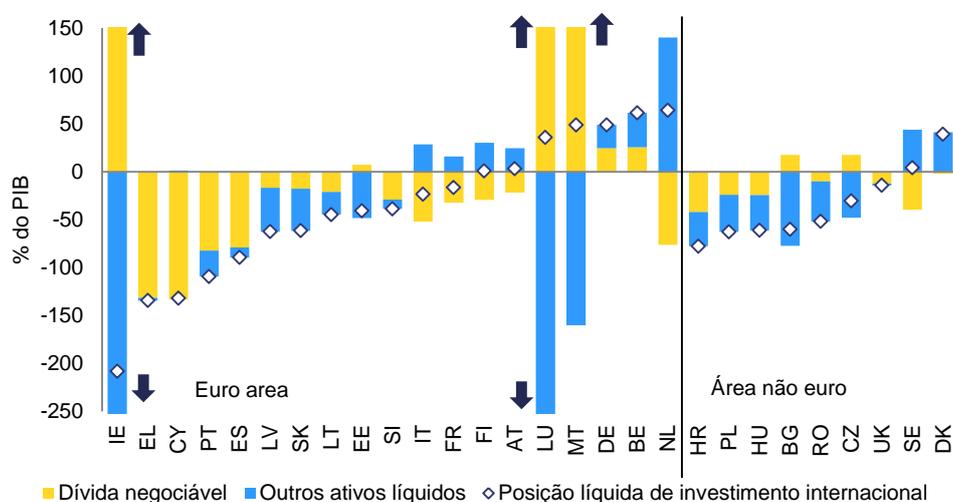


Fonte: Contas nacionais e previsões do outono de 2016 da Comissão Europeia (AMECO).

**Uma dinâmica da procura reforçada e uma recuperação mais robusta do crescimento nominal contribuiria para acelerar o processo de desendividamento e de reequilíbrio.** As taxas de investimento persistentemente abaixo dos níveis anteriores à crise podem ser encaradas como uma

possível futura manifestação da deterioração das expectativas em matéria de rendimento real do capital (hipótese da «estagnação secular»). Por sua vez, a estagnação do investimento não augura nada de bom para as perspetivas de crescimento da produtividade. Neste contexto, a área do euro corre o risco de entrar numa espiral autossustentada de redução das expectativas, de baixo investimento e de baixo crescimento da produtividade<sup>11</sup>. Este círculo vicioso poderia ser quebrado por uma ação coordenada para mobilizar recursos para o investimento público e privado e apoiar a recuperação da procura. Um apoio mais ativo à procura interna nos países excedentários poderia complementar a ação das autoridades monetárias e ao mesmo tempo ser coerente com os objetivos de reequilíbrio. Por sua vez, as condições estruturais favoráveis ao investimento, ao crescimento da produtividade e aos ganhos de competitividade, em especial nos países devedores líquidos, contribuiria para uma correção duradoura dos desequilíbrios e para aliviar o peso da dívida.

Gráfico 4: Posições líquidas de investimento internacional e dívida externa líquida, 2015



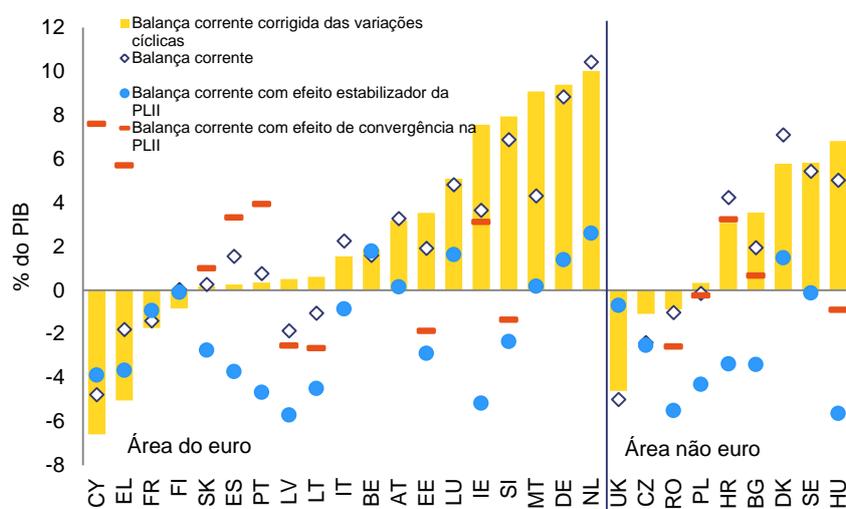
Fonte: Eurostat (BPM6, ESA10), cálculos dos serviços da Comissão.

**O volume da dívida externa líquida está, de um modo geral, a diminuir, embora, na maioria dos casos, a um ritmo lento.** Muitos países devedores líquidos continuam vulneráveis devido à sua posição de investimento internacional líquida negativa, registando-se valores do painel de avaliação superiores ao limiar em 15 Estados-Membros, em 2015, apenas menos um do que em 2014 (República Checa). Todavia, foram recentemente realizados alguns progressos, principalmente devido aos saldos positivos da balança corrente e através das repercussões muitas vezes modestas do crescimento do PIB nominal. As posições líquidas de investimento internacional negativas mais elevadas são as registadas em Chipre, na Grécia, na Irlanda, em Portugal e em Espanha, situando-se bastante acima do limiar do painel de avaliação na Bulgária, na Croácia, na Hungria, na Letónia, na Polónia e na Eslováquia (gráfico 4). Contudo, os riscos e as vulnerabilidades relacionados com as posições negativas variam consideravelmente devido à diferente composição dos ativos e passivos externos. Em especial, o passivo ligado ao investimento direto estrangeiro (com elevada incidência, por exemplo, em muitos dos países da Europa Oriental e na Irlanda) e o passivo relativo a participações (proporcionalmente muito significativo na Bulgária, na República Checa, na

<sup>11</sup> FMI, «World Economic Outlook», outubro de 2016, cap. 1.

Estónia, na Irlanda e na Roménia) representam riscos mais baixos<sup>12</sup>. Os saldos da balança corrente necessários para que as posições líquidas de investimento internacional possam convergir rapidamente (no prazo de dez anos) para o limiar de 35 % do PIB são superiores aos saldos de 2015 da maioria dos países devedores líquidos (gráfico 5). A maioria dos países credores líquidos (Áustria, Bélgica, Alemanha, Malta, Países Baixos e Suécia) aumentaram ainda mais a sua posição líquida de investimento internacional positiva ao longo dos últimos anos. Embora os riscos associados a grandes e crescentes volumes de ativos externos líquidos não possam ser equiparados a questões de sustentabilidade externa, a acumulação rápida e persistente de riscos por parte dos credores líquidos não deve ser ignorada, principalmente devido aos riscos de valorização a que essas posições dão origem.

**Gráfico 5: Saldos da balança corrente corrigidos das variações cíclicas e saldos necessários para estabilizar ou reduzir os passivos externos, 2015**



Fonte: Cálculos dos serviços da Comissão.

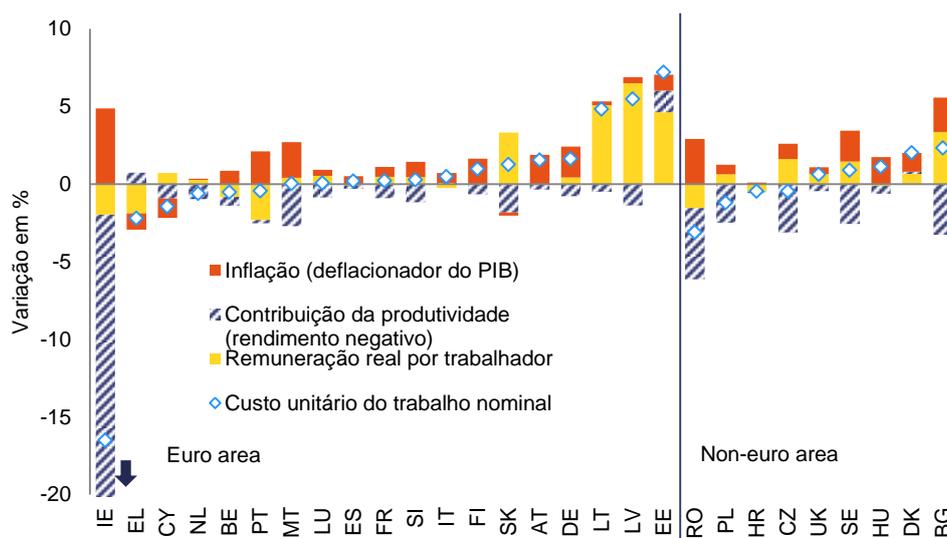
Nota: Os saldos corrigidos das variações cíclicas são calculados com base nas estimativas do hiato do produto subjacentes às previsões do outono de 2016 da Comissão Europeia. Os saldos das balanças correntes necessários para estabilizar ou reduzir os passivos externos líquidos assentam nos seguintes pressupostos: as projeções do PIB nominal decorrem das previsões do outono de 2016 da Comissão Europeia (até 2018) e das projeções resultantes da metodologia T +10 da Comissão para além dessa data; presume-se convencionalmente que os efeitos de valorização são iguais a zero no período abrangido pelas projeções, o que corresponde a uma projeção imparcial para os preços dos ativos; presume-se que os saldos da conta de capital se mantêm constantes, expressos em percentagem do PIB, a um nível que corresponde à mediana de 2015 e às projeções para 2016-2018.

**As melhorias da competitividade dos custos nos países devedores líquidos continuam a ser amplamente favoráveis ao reequilíbrio, mas registaram recentemente um abrandamento.** A maior parte do ajustamento dos custos unitários do trabalho nos países que enfrentaram desequilíbrios externos e problemas de competitividade ocorreu numa fase

<sup>12</sup> Os fluxos de investimento direto e os passivos estrangeiros estão menos sujeitos a interrupções súbitas ou saídas do que outras formas de fluxos financeiros ou passivos, e os passivos relativos a participações implicam riscos mais baixos do que as obrigações de dívida em virtude de variações potencialmente elevadas de valorização em períodos de crise.

relativamente precoce do período pós-crise. O atual contexto de inflação reduzida, com pouca dispersão da evolução dos preços entre países, limita a margem para novos ajustamentos nos preços relativos. A evolução em termos de custos unitários do trabalho foi moderada em 2014 e 2015 e não diverge muito de país para país, salvo algumas exceções (gráfico 6). Em 2015, o indicador do custo unitário do trabalho nominal (evolução ao longo de 3 anos) excedeu o limiar apenas nos três países bálticos e na Bulgária, já que o crescimento dos salários ultrapassou os ganhos de produtividade. Os custos unitários do trabalho registaram um aumento relativamente mais rápido em países credores líquidos, nomeadamente na Áustria, na Dinamarca, na Alemanha e na Suécia, do que na maioria dos outros países, embora não mais significativamente do que na França e na Itália. Entre os Estados-Membros da área do euro, a convergência da inflação para taxas baixas significa que as taxas de câmbio efetivas reais são sobretudo influenciadas pela evolução da taxa de câmbio do euro e pela importância relativa dos países não pertencentes à área do euro enquanto parceiros comerciais. Chipre, França, Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha registaram as maiores depreciações da taxa de câmbio efetiva real em 2015, com valores acima do limiar em Chipre, na Grécia e na Irlanda. O indicador também excedeu o limiar em resultado de apreciações na Estónia, ao passo que as pressões de apreciação são também evidentes na Letónia e na Lituânia. Fora da área do euro, a República Checa, a Hungria e a Suécia registaram as mais importantes depreciações, ao passo que as pressões de apreciação se concretizaram em 2015 na Roménia e no Reino Unido.

Gráfico 6: Crescimento do custo unitário do trabalho e decomposição dos fatores, 2015



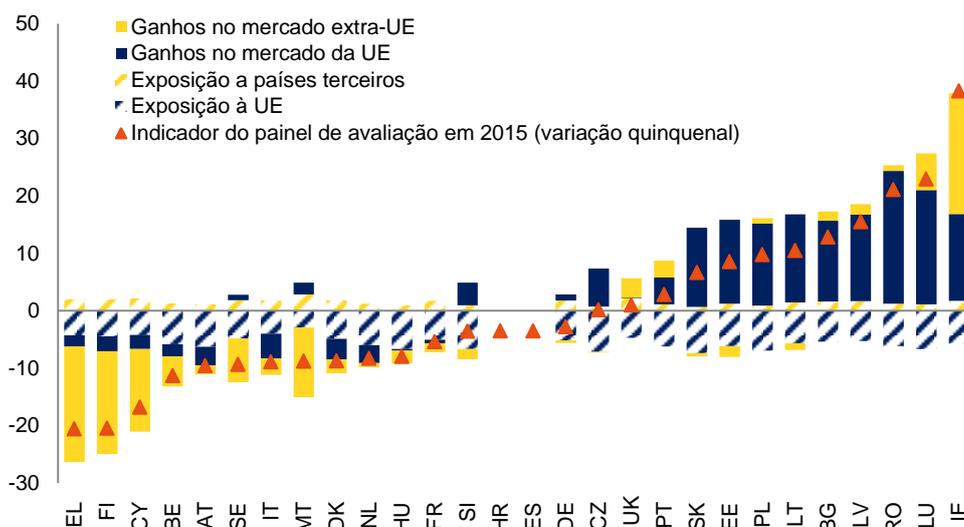
Fonte: AMECO e Eurostat. Cálculos dos serviços da Comissão

Nota: A decomposição baseia-se na repartição normalizada do aumento dos custos unitários do trabalho entre inflação, remuneração horária real e produtividade do trabalho, devendo esta última ser ainda repartida entre a contribuição das horas de trabalho, a produtividade total dos fatores e a acumulação de capital usando quadro normalizado de contabilização do crescimento.

**A evolução das quotas de mercado das exportações revelam um cenário heterogéneo.** Em 2015, num contexto de debilidade da dinâmica do comércio mundial, os valores do painel de avaliação deixaram de estar acima do limiar na Croácia, em França, na Alemanha, na Irlanda, na Eslovénia, na Espanha e no Reino Unido, mas continuaram a está-lo em 11 países. Na maioria destes últimos casos, as perdas de quotas de mercado registadas ao longo de cinco anos também abrandaram. No entanto, muitos dos progressos registados em todos os Estados-

Membros foram influenciados por um efeito de base. O indicador do painel de avaliação inclui atualmente as importantes perdas de quotas de mercado que afetaram quase todos os Estados-Membros em 2010, reduzindo assim mecanicamente as perdas acumuladas de quotas (gráfico 7). Numa base anual, a evolução das quotas de mercado das exportações em 2013, 2014 e 2015 também reflete as diferentes tendências no comércio no interior da UE e com países terceiros. O comércio intra-UE acelerou mais rapidamente do que o comércio extra-UE em 2013 e 2014, altura em que o comércio mundial abrandou, o que explica o melhor desempenho nestes dois anos. Com a retoma do comércio extra-UE aumentou em 2015, a evolução anual das quotas de mercado das exportações dos Estados-Membros voltou a ser afetada negativamente.

Gráfico 7: Evolução durante 5 anos das quotas de mercado das exportações, 2015



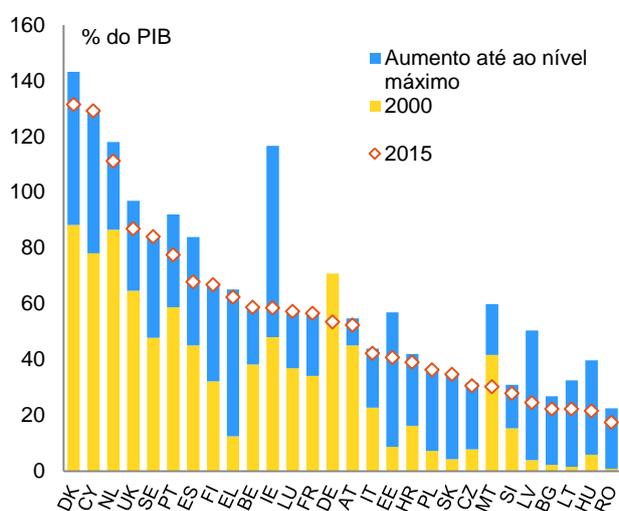
Fonte: Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.

Nota: A decomposição assenta na metodologia de análise «shift-share». As barras sombreadas representam o contributo das variações da exposição a um determinado mercado para a dinâmica das quotas de mercado; as barras cheias representam o contributo para esta dinâmica das variações das quotas de mercado num dado mercado. Os cálculos baseiam-se nos dados BPM6, exceto para a BG e a FI, países em que os dados relativos às exportações para a UE são extraídos das contas nacionais; dados parcialmente indisponíveis para a ES e a HR.

**O sobre-endividamento do setor privado continua a afetar muitos países.** Os valores do painel de avaliação excederam o limiar em 13 países em 2015, todos eles já nessa posição em 2009, com exceção da França que ficou nessa situação em 2011. Chipre, Irlanda e Luxemburgo apresentam o nível mais elevado de endividamento do setor privado, embora estejam em jogo fatores específicos ligados às empresas multinacionais. A Dinamarca, os Países Baixos, Portugal e a Suécia têm o segundo valor mais elevado do indicador do painel de avaliação. Os fatores subjacentes ao elevado endividamento do setor privado variam significativamente de país para país. Na Bélgica, em Chipre, na Finlândia, na Irlanda, no Luxemburgo, nos Países Baixos, em Portugal e na Suécia tanto as famílias como as sociedades não financeiras (SNF) apresentam níveis de dívida superior à média da UE, devido a uma multiplicidade de fatores, nomeadamente a concessão de crédito fácil no período anterior à crise para operações imobiliárias (gráficos 8a e 8b). Na Dinamarca e no Reino Unido, o elevado nível da dívida decorre principalmente do elevado nível de endividamento das famílias. Na França e na Espanha, os elevados níveis de dívida privada decorrem tanto das famílias como das SNF, uma vez que os níveis de dívida de qualquer dos setores não se

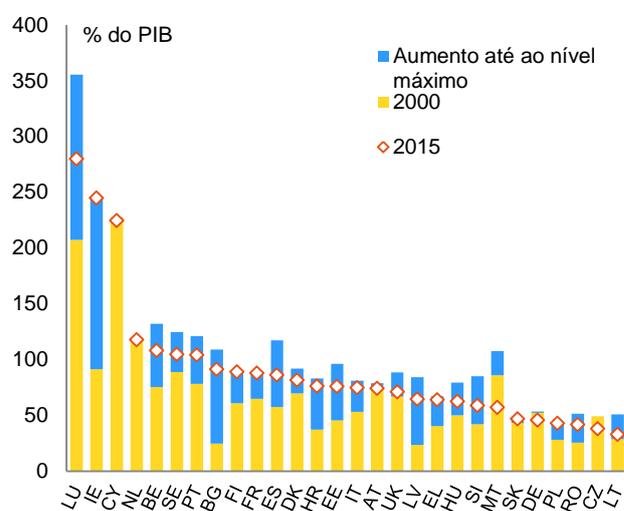
destacam fortemente em comparação com as médias da UE. A variabilidade dos níveis de dívida privada entre os vários países reflete, em grande medida, também as diferenças de desenvolvimento financeiro, conforme ficou patente nas grandes diferenças no volume de ativos financeiros detidos pelo setor privado, nomeadamente as famílias. Registam-se grandes quantidades de ativos das famílias, nomeadamente, na Bélgica, na Dinamarca, na Itália, em Malta, nos Países Baixos, na Suécia e no Reino Unido. O elevado endividamento do setor privado gera uma série de vulnerabilidades, em especial num ambiente de crescimento reduzido e de baixa inflação que dificulta o processo de desendividamento. Em especial, aumenta o impacto de choques potenciais a nível das famílias e/ou sociedades não financeiras, com eventuais repercussões sobre o setor bancário. Os riscos são ainda mais marcados nos países (incluindo a Croácia, a Hungria, a Polónia e a Roménia) em que grande parte da dívida nacional é denominada em moeda estrangeira.

Gráfico 8a: Dívida consolidada das famílias



Fonte: Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.

Gráfico 8b: Dívida consolidada das SNF



Fonte: Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.

**O processo de desendividamento está em curso, mas é lento e desigual.** Entre as famílias, o desendividamento ativo ou passivo, ou seja, uma redução dos rácios da dívida, pelo menos, em parte devidos aos fluxos de crédito líquidos negativos ou uma redução dos rácios da dívida através de um aumento do PIB, mas com os fluxos de crédito líquidos positivos, prossegue, em muitos países, embora a ritmos diferentes e com algumas exceções. Os desenvolvimentos mais recentes indicam que as famílias na Croácia, em Chipre, na Grécia, na Hungria, Irlanda, na Letónia, em Portugal e na Espanha estão em processo de desendividamento ativo e a reduzir a necessidade líquida de financiamento (gráfico 9a)<sup>13</sup>. Na Dinamarca e nos Países Baixos, o desendividamento também fez progressos, mas de uma forma passiva (através do crescimento do PIB nominal). Neste último caso, os fluxos de crédito líquidos voltaram a ser ligeiramente positivos após dois anos de contração. Em contrapartida, os rácios da dívida

<sup>13</sup> O texto remete para a evolução registada até ao T1/2016, que pode diferir de alguma maneira do que é sugerido com base nos indicadores do painel de avaliação, que se referem a 2015.

continuam a aumentar a partir de níveis já elevados na Suécia e no Reino Unido, países onde os fluxos de crédito líquidos são positivos para as famílias num contexto de uma dinâmica dos preços da habitação forte e persistente. Por sua vez, o desendividamento progrediu mais num certo número de países em que o endividamento das famílias é menos elevado (gráfico 10a). É o caso de Áustria, Alemanha, Itália, Eslovénia e de alguns Estados-Membros não pertencentes à área do euro. A evolução mais recente indica também que em vários países, nomeadamente Bulgária, Dinamarca, Itália, Países Baixos, Portugal, Eslovénia, Espanha e Reino Unido, as SNF estão em processo de desendividamento ativo (gráfico 9b). Noutros países, principalmente na Áustria e na Alemanha, as SNF não estão confrontadas com questões de endividamento, mas estão ainda assim a desendividar-se, nomeadamente devido a baixos níveis de investimento e ao crescimento do crédito. Em contrapartida, em alguns países, as SNF de setores com elevados níveis de dívida estão a aumentar o seu endividamento, nomeadamente na sequência de fluxos de crédito positivos. É este o caso principalmente na Bélgica, na Finlândia e na Irlanda (embora neste último caso estejam em jogo fatores especiais relacionados com as operações das empresas multinacionais).

Gráfico 9a: Motores do desendividamento nas famílias (T1/2016)

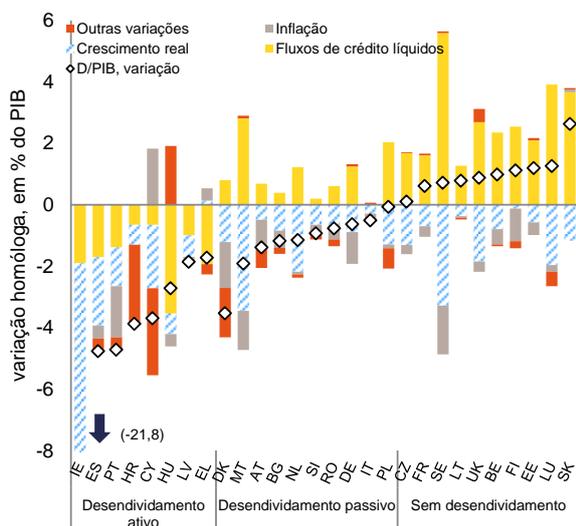
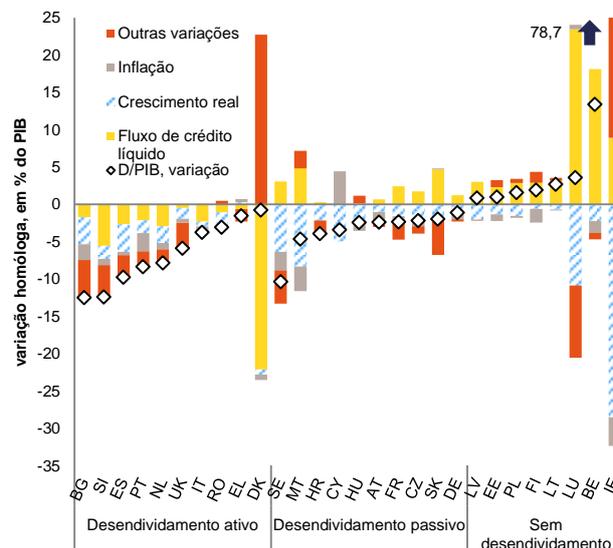


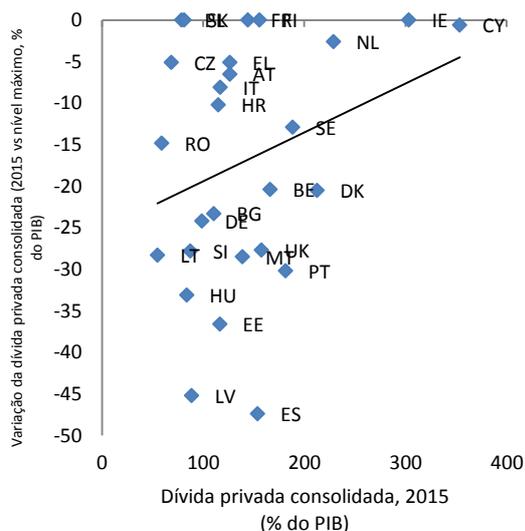
Gráfico 9b: Motores do desendividamento nas sociedades não financeiras (T1/2016)



Fontes: Eurostat, cálculos dos serviços da Comissão.

Notas: Os gráficos apresentam uma repartição da evolução do rácio dívida/PIB em quatro componentes: fluxos de crédito, crescimento do PIB real, inflação e outras variações. A redução do endividamento pode ser alcançada através de diferentes combinações de reembolso da dívida, crescimento da atividade económica e outras variações do volume da dívida. O desendividamento ativo pressupõe o reembolso líquido da dívida (fluxos de crédito líquidos negativos), conduzindo normalmente a uma contração nominal do balanço setorial e produzindo, *ceteris paribus*, efeitos adversos sobre a atividade económica e os mercados de ativos. O desendividamento passivo, por seu turno, consiste em que os fluxos de crédito líquidos positivos sejam compensados por um crescimento mais elevado do PIB nominal, o que conduz a uma redução progressiva do rácio dívida/PIB.

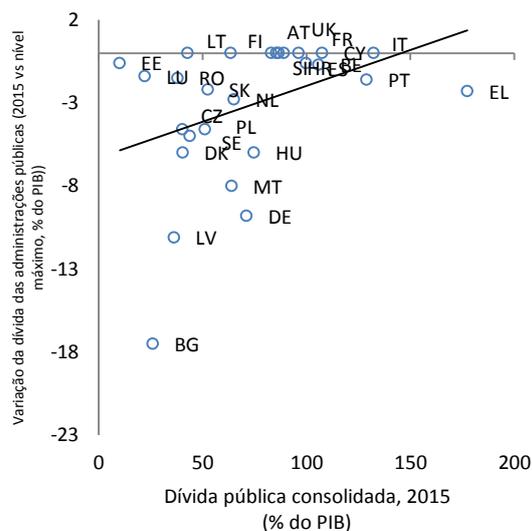
**Gráfico 10a: Evolução do rácio da dívida do setor privado/PIB (2015 vs. pico) e níveis de dívida privada (2015)**



Fonte: Eurostat.

Nota: O Luxemburgo está excluído do gráfico, uma vez que há fatores especiais relacionados com a presença de empresas multinacionais que são responsáveis por uma redução de 59,2 pontos percentuais no rácio dívida do setor privado/PIB entre o pico e 2015.

**Gráfico 10b: Evolução do rácio da dívida pública/PIB (2015 vs. pico) e níveis de dívida pública (2015)**



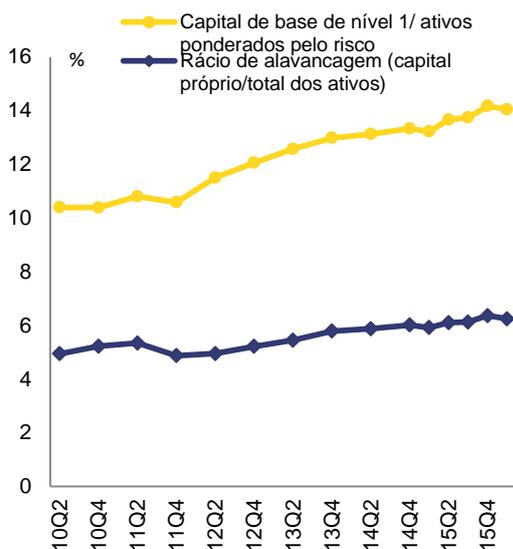
Fonte: Eurostat.

Nota: A Irlanda está excluída do gráfico, uma vez que há fatores especiais relacionados com uma importante revisão do PIB em 2015, principalmente atribuída às atividades das empresas multinacionais que são responsáveis por uma redução de 40,9 pontos percentuais no rácio da dívida das administrações públicas/PIB entre o pico e 2015 (78.6 % do PIB).

**Os bancos reforçaram os seus rácios de capital e a sua resiliência está, de um modo geral, a melhorar, mas subsistem alguns desafios.** A integração progressiva dos novos requisitos prudenciais e o desendividamento do setor bancário apoiaram o aumento dos rácios de capital nos bancos da zona do euro para 14,2 % (rácio entre capital de nível 1 e os ativos ponderados pelo risco) no final de 2015, contra 10,4 % no final de 2011 (gráfico 11a). A melhoria geral das posições de capital dos bancos contribuiu para melhorar a resiliência e constituiu a base de uma recente recuperação do crédito no contexto de retoma do crescimento da produção na maioria dos Estados-Membros. Porém, a capitalização continua a variar segundo os Estados-Membros, com rácios (de nível 1) superiores a 17 % em dez países (incluindo a Bulgária, o Luxemburgo, a Roménia, a Eslovénia e a Suécia), mas inferior a 13 % em seis países, incluindo a Itália, Portugal e a Espanha (gráfico 11b). O crescimento líquido do crédito ao setor privado foi positivo em 17 Estados-Membros em 2015 (e superior ao valor do limiar apenas no Luxemburgo), contra 16 em 2014, o que sugere uma melhoria ainda incipiente no acesso ao financiamento, confirmada por dados de inquéritos. O passivo do setor financeiro está, de forma gradual, a começar novamente a aumentar numa base anual, embora os aumentos sejam pequenos na maioria dos Estados-Membros e inferiores aos limiares. Os desafios do setor bancário estão principalmente ligados a perspetivas de rentabilidade (gráfico 11c), e, em vários países, a empréstimos improdutivos (gráfico 11d). Os lucros não distribuídos têm sido o principal instrumento para aumentar o capital dos bancos, mas a rentabilidade permanece baixa na maioria dos Estados-Membros, prevendo-se que a acumulação de ativos de baixo rendimento numa conjuntura de baixas taxas e a persistência de modelos empresariais desatualizados venham a afetar a rentabilidade no futuro. A baixa rentabilidade, por seu turno, tem impacto na valorização do capital e afeta a capacidade dos bancos para angariar novos capitais no mercado, limitando assim a margem de expansão do

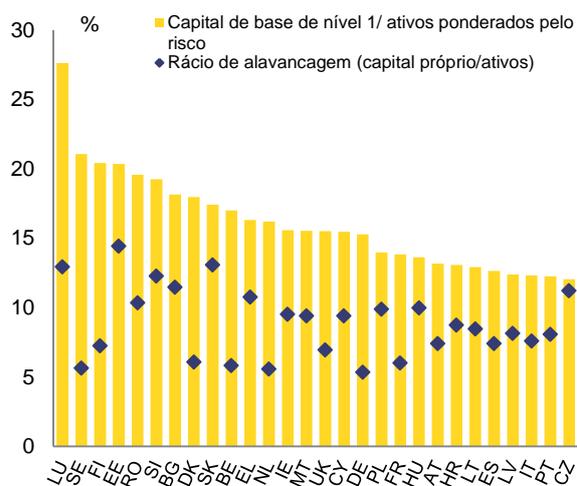
crédito. Acresce que os problemas do passado decorrentes de níveis ainda elevados de empréstimos improdutivos continua a pesar nos balanços dos bancos. Vários países (Bulgária, Croácia, Chipre, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Portugal, Roménia e Eslovénia) registam médias elevadas ao nível de todo o sistema, mas também existem bancos com elevados rácios de empréstimos improdutivos noutros Estados-Membros. Na Itália e em Portugal, os elevados níveis de empréstimos improdutivos estão combinados com baixos rácios de capitalização. Está em curso o saneamento dos balanços, mas os progressos continuam a ser desiguais, e as práticas em matéria de provisões para crédito malparado divergem de país para país.

Gráfico 11a: Rácios de capital na área do euro



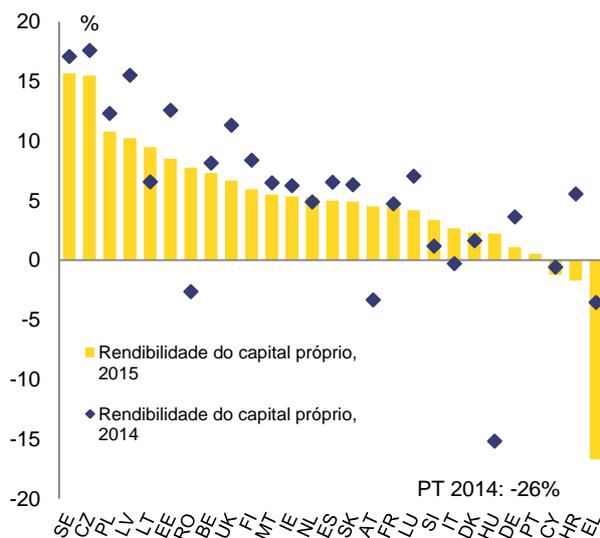
Fonte: Banco Central Europeu.

Gráfico 11b: Rácios de capital nos Estados-Membros, T4/2015



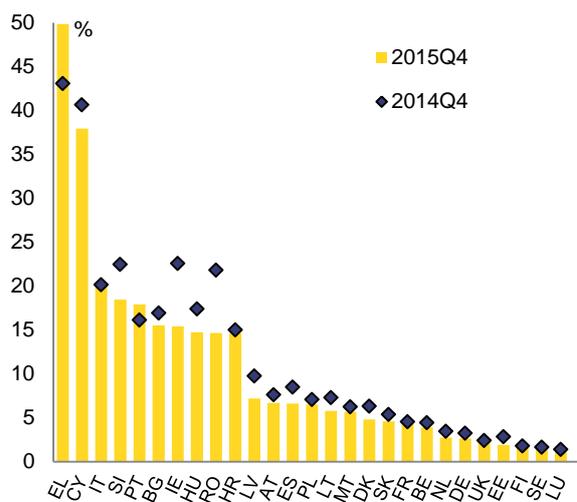
Fonte: Banco Central Europeu.

Gráfico 11c: Rendibilidade do capital próprio dos bancos



Fontes: Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional, cálculos da Comissão Europeia.

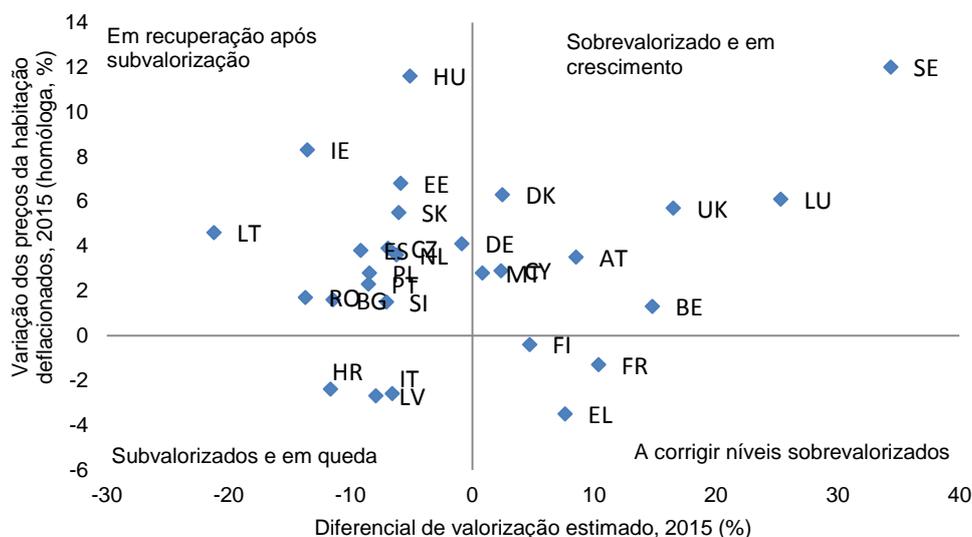
Gráfico 11d: Empréstimos improdutivos, percentagem do total de empréstimos e adiantamentos



Fonte: Banco Central Europeu.

**Os preços reais da habitação aumentaram na maioria dos Estados-Membros em 2015.** O indicador do painel de avaliação revela aumentos dos preços em 22 Estados-Membros, com valores que ultrapassam o limiar na Dinamarca, na Estónia, na Irlanda, no Luxemburgo, na Hungria e na Suécia. Na Croácia, na Itália e na Letónia, os preços da habitação diminuíram a partir de níveis já considerados subvalorizados, o que acentua ainda mais o diferencial de valorização negativo (gráfico 12). Em contrapartida, diminuições moderadas dos preços reais da habitação na Finlândia, na França e na Grécia contribuíram para reduzir uma sobrevalorização persistente. Em vários outros Estados-Membros, o aumento dos preços reais da habitação em 2015 acentuou ainda mais a pressão sobre os já sobrevalorizados mercados da habitação. As tensões são particularmente visíveis na Suécia, onde o aumento dos preços reais da habitação em 2015 veio somar-se a uma sobrevalorização substancial. Além disso, os novos aumentos de preços foram alimentados pelo aumento do crédito líquido às famílias que veio juntar-se aos já elevados níveis de dívida. A Dinamarca, o Luxemburgo e o Reino Unido são os outros três países em que os aumentos de preços foram significativos em 2015 e vieram agravar a sobrevalorização. Em todos os três casos, esta situação também foi alimentada pelo aumento dos fluxos de crédito líquidos para as famílias. Estas situações requerem, por conseguinte, um acompanhamento atento da evolução futura. Na Estónia, na Irlanda, na Hungria e na Eslováquia, os preços estão a recuperar de níveis subavaliados, enquanto noutros países as subidas de preços são moderadas e somam-se a diferenciais de sobrevalorização limitados ou contribuem para colmatar um diferencial de subavaliação.

Gráfico 12: Níveis de avaliação dos preços da habitação e variações em 2015



Fonte: Eurostat, BCE, BPI, OCDE e cálculos dos serviços da Comissão.

Nota: o diferencial da sobrevalorização é estimado enquanto média dos diferenciais relativos ao preço/rendimento, preço/renda e modelo baseado nos fundamentos.

**Os rácios da dívida pública diminuíram ligeiramente em muitos Estados-Membros em 2015, mas de um modo geral não diminuíram nos países mais endividados.** Os valores do painel de avaliação ultrapassaram o limiar em 17 Estados-Membros em 2015. Para dez deles, incluindo Chipre, França, Irlanda, Espanha e Portugal, essa situação está associada ao endividamento do setor privado também para além do limiar, o que sujeita toda a economia a pressões de desendividamento. A conjuntura predominante de baixo crescimento e de baixa inflação ainda não é favorável a uma forte diminuição dos rácios da dívida pública apesar dos

esforços dos Estados-Membros para reduzir os défices orçamentais (que diminuíram em termos estruturais em 21 países em 2015) e gerar excedentes primários (que foram alcançados em 19 países). A diminuição dos rácios da dívida pública regista-se sobretudo nos Estados-Membros com níveis mais baixos de endividamento (gráfico 10b), sendo que as quedas mais sustentadas ocorreram na Dinamarca, na Alemanha, na Letónia, em Malta e nos Países Baixos. Em contrapartida, nenhum dos Estados-Membros com os maiores rácios dívida das administrações públicas/PIB (Bélgica, Croácia, Chipre, França, Grécia, Itália, Portugal e Espanha) conseguiu dar início a um processo de diminuição sustentável do seu rácio da dívida. Entre os países com elevados níveis de dívida, a Irlanda é o único que deu início uma redução firme e sustentável da dívida pública, impulsionada por um forte crescimento do PIB em termos reais e nominais. Embora esta tendência tenha sido reforçada por recentes revisões em alta dos valores do PIB decorrentes das atividades das multinacionais, a tendência subjacente continua a ser sustentável.

### *Caixa 3: Evolução do emprego e da situação social*

**As condições do mercado de trabalho continuaram a melhorar em 2015 e no primeiro semestre de 2016.** A taxa de crescimento anual do emprego na área do euro e na UE no seu conjunto ascendeu a cerca de 1 % durante a maior parte de 2015 e aumentou para cerca de 1,6 % no primeiro semestre de 2016. O crescimento do emprego na área do euro alcançou o dos países não pertencentes à área do euro, após ter sido mais baixo entre 2012 e 2015. Do mesmo modo, as taxas de desemprego voltaram a diminuir em 2015 e no primeiro semestre de 2016. As disparidades das taxas de desemprego na UE, que registavam níveis elevados, diminuíram, embora se mantenham elevadas em vários países, em especial na Grécia e na Espanha, onde o desemprego afeta cerca de 20 % da população ativa, e na Croácia, em Chipre, na Itália e em Portugal, onde o desemprego ainda é superior a 10 %. Os valores do painel de avaliação para a taxa de desemprego média trienal ultrapassam o limiar para todos estes países em 2015 e também para Bulgária, França, Irlanda, Letónia, Lituânia e Eslováquia. De um modo geral, no segundo trimestre de 2016, a taxa de desemprego permanece 1,5 pontos percentuais mais elevada na área do euro do que no conjunto da UE, o que reflete a importante dimensão das necessidades de ajustamento que se mantêm em vários países da área do euro. Além disso, embora até à data o crescimento do emprego e a diminuição do desemprego tenham sido relativamente fortes tendo em conta o modesto aumento do crescimento da produção nos últimos anos, resta saber se uma melhoria sustentada das condições do mercado de trabalho pode ser alcançada com uma retoma tímida.

**As taxas de emprego aumentaram em quase todos os Estados-Membros.** A taxa de emprego (20-64 anos) atingiu 70 % em 2015 para o conjunto da UE e continuou a aumentar até 71 % no segundo trimestre de 2016, ultrapassando pela primeira vez o pico de 2008 de pouco mais de 70 %. As taxas de atividade (15-64 anos) aumentaram em quase todos os países, mas diminuíram em Chipre, tendo registado uma diminuição marginal na Bélgica e na Alemanha. As taxas de atividade na UE e na área do euro em 2015 foram de 72,5 % e 72,4 %, respetivamente, cerca de 3 e 2 pontos percentuais acima dos níveis anteriores à crise. Isto pode refletir a entrada no mercado de trabalho durante a crise para contribuir para o rendimento das famílias em situação de maior incerteza em termos de emprego e de rendimentos do trabalho, bem como uma maior participação no mercado de trabalho por parte dos trabalhadores mais velhos e das mulheres.

**As taxas de ingresso no emprego para trabalhadores com períodos de desemprego superiores a 12 meses começaram a recuperar em 2015.** Por contraste, o declínio do desemprego observado no início da recuperação deveu-se principalmente às reduções da taxa de perda do emprego. Por conseguinte, a taxa de desemprego de longa duração diminuiu na maior parte da UE em 2015, mantendo-se no entanto elevada. Oito países registaram taxas superiores às de há 3 anos em 0,5 pontos percentuais ou mais. As percentagens mais elevadas foram observadas na Croácia, na Grécia e na Espanha, com mais de 10 % da população ativa sem emprego há mais de um ano.

**O desemprego juvenil está a diminuir.** A taxa de desemprego juvenil diminuiu em todos os Estados-Membros, com exceção da Finlândia e, em menor grau, da Áustria, da França e de Malta. O desemprego juvenil diminuiu com frequência mais rapidamente do que o desemprego total, refletindo uma maior resposta cíclica e o potencial de mão de obra não utilizada em países com uma elevada taxa de desemprego. Os valores excedem o limiar do painel na evolução de três anos na Bélgica, em Chipre, na Finlândia e na Itália. Em 2015, as diminuições da percentagem de jovens que não trabalham, não estudam e não seguem uma formação foram também comuns, mas menos frequentes do que as diminuições do desemprego juvenil, acabando por manter-se em valores com dois dígitos em dois terços dos Estados-Membros da UE.

**A mobilidade e a migração da mão de obra contribuíram para atenuar os desequilíbrios do mercado de trabalho.** A sua dimensão e relevância para reduzir o desemprego continua, no entanto, a ser limitada em termos gerais. Em 2015, os fluxos de entrada líquidos de população foram os mais fortes nos países com as taxas de desemprego mais baixas em 2014 (nomeadamente a Áustria, a Alemanha e o Luxemburgo); alguns dos maiores fluxos de saída líquidos ocorreram em paralelo com algumas das maiores descidas da taxa de desemprego em 2015 (por exemplo, Croácia, Grécia, Letónia e Lituânia). A aparente ausência de relação entre o aumento das entradas nos Estados Membros de destino e das saídas nos Estados Membros de origem podem ser consequência da importância crescente da migração proveniente de países terceiros, nomeadamente de refugiados de países do Médio Oriente.

**A situação social está a melhorar lentamente, mas permanece difícil em vários Estados-Membros.** A percentagem de pessoas em risco de pobreza ou exclusão social (AROE) desceu de 24,4 % em 2014 para 23,7 % em 2015, registando uma diminuição em mais de três quartos dos Estados-Membros em 2015 em comparação com 2014 e em mais de metade dos países em comparação com a situação de há três anos – indicador do painel de avaliação do RMA<sup>14</sup>.<sup>15</sup> As diminuições ao longo dos últimos três anos foram mais importantes na Bulgária, na Hungria, na Letónia e na Roménia, tendo Chipre, Grécia, Países Baixos, Portugal e Espanha registado os maiores aumentos. As taxas variam consideravelmente entre cerca de 40 % na Bulgária e na Roménia e menos de 20 % na República Checa, na França, nos Países Baixos e nos países nórdicos. Em comparação com os anos que antecederam a crise, estes riscos diminuíram em vários países da Europa Central e Oriental (sobretudo na Polónia e na Roménia) e aumentaram na maioria dos restantes países (especialmente em Chipre, na Grécia e na Espanha). O prolongar desta situação social degradada pode ter diversos tipos de impacto negativo no crescimento potencial do PIB e apresenta riscos de agravamento dos desequilíbrios macroeconómicos.

**As tendências nos riscos de pobreza ou de exclusão social resultam de vários fatores.** Em primeiro lugar, a percentagem de pessoas em risco de pobreza (pobreza monetária) tem vindo a aumentar nos últimos anos na maioria dos Estados-Membros, tanto em termos da evolução a três anos como da evolução anual. Em segundo lugar, a situação de grave privação material diminuiu ao longo de um período de 3 anos em muitos Estados-Membros. Foram observadas acentuadas descidas da situação de grave privação material, uma medida absoluta da pobreza, nos Estados-Membros mais pobres, o que

---

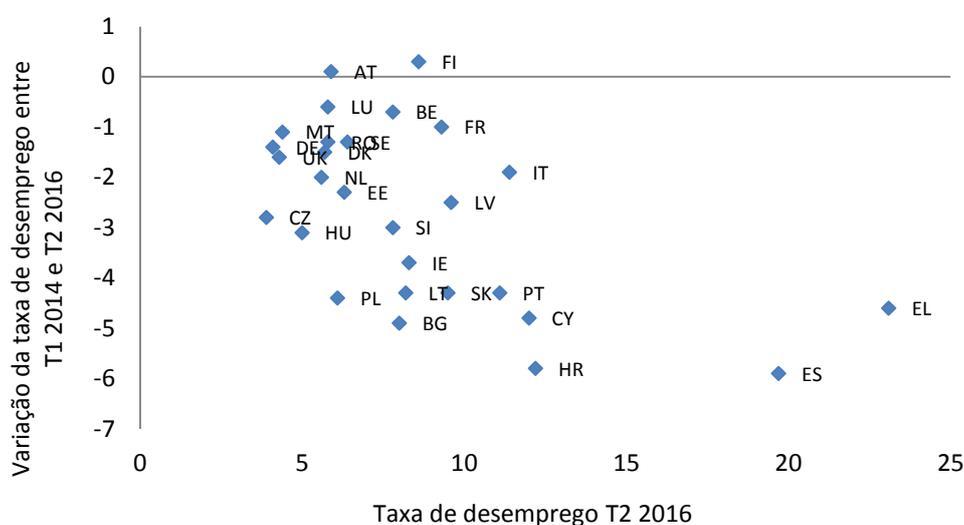
<sup>14</sup> Este indicador corresponde à soma das pessoas que se encontram: em risco de pobreza (após transferências sociais), também designada por pobreza monetária; ou em situação de grave privação material; ou que vivem em agregados familiares com muito baixa intensidade de trabalho. As pessoas só são contabilizadas uma vez, ainda que estejam presentes em vários subindicadores. Encontram-se em risco de pobreza as pessoas com um rendimento disponível equivalente inferior a 60 % do rendimento disponível equivalente mediano nacional. A grave privação material abrange indicadores relacionados com a falta de recursos, nomeadamente a percentagem de pessoas afetadas pelo menos por quatro dos nove critérios de privação. Considera-se que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa as pessoas dos 0 aos 59 anos que vivem em agregados familiares onde os adultos (18-59 anos) trabalharam menos de 20 % do seu potencial de trabalho total durante o ano anterior. Os dados relativos a 2015 não estão disponíveis para a Irlanda, a Croácia, a Itália e o Luxemburgo.

<sup>15</sup> Existem quebras nas séries de dados para a Bulgária, a Estónia e a Roménia.

reflete a recuperação destes países para níveis mais elevados de rendimento. Foi observado um aumento da situação de grave privação material em países com um PIB por habitante mais elevado, mas mais afetados pela crise, nomeadamente a Grécia, a Itália e a Espanha. Por último, considerando a recente descida ou estabilização do número de pessoas (menos de 60 anos) que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa, a variação num período de 3 anos ainda mostra um aumento ou, quanto muito, uma estabilização na maioria dos países da UE em comparação com 2012.

**As desigualdades de rendimento aumentaram na maior parte dos países da UE durante o período de crise<sup>16</sup>.** No entanto, as desigualdades de rendimento estabilizaram ou diminuíram em 2015 num número considerável de Estados-Membros. Ainda assim, países como a Lituânia e a Roménia registaram os maiores aumentos das desigualdades de rendimento, sendo que as suas situações já eram à partida piores do que a média.

Gráfico 13: Evolução da taxa de desemprego (20-64 anos), T1/2014 vs T2/2016



Fonte: Eurostat.

**Em termos globais, os riscos e as vulnerabilidades decorrentes dos problemas do passado e/ou das tendências recentes estão presentes na maioria dos Estados-Membros.** O grau de gravidade e a premência de uma resposta política adequada variam consideravelmente entre os Estados-Membros, consoante a natureza das vulnerabilidades ou das tendências, bem como da sua delimitação a um ou a vários setores da economia:

<sup>16</sup> Desigualdade medida pelo rácio entre os valores dos quintis do rendimento S80/S20 e pelo coeficiente de Gini do rendimento disponível equivalente. O primeiro compara o rendimento das pessoas que estão na base do quintil superior com o rendimento das que estão no topo do quintil inferior da distribuição dos rendimentos. O segundo é definido como a relação entre as partes acumuladas da população ordenadas em função dos seus níveis de rendimento disponível equivalente e a parte acumulada do rendimento disponível total equivalente recebido por essas pessoas: é medido entre 0, em que o rendimento é distribuído equitativamente por toda a população, e 1, em que todo o rendimento do país é auferido por uma única pessoa. Os dados mostram que estes valores evoluíram de forma diferente: o S80/S20 diminuiu menos frequentemente que o coeficiente de Gini nos últimos anos, mas o S80/S20 também tinha aumentado menos durante a crise.

- Vários Estados-Membros são afetados por *vulnerabilidades múltiplas e interligadas em matéria de stock* e/ou fluxos. É o caso dos países que foram mais gravemente atingidos por ciclos de forte expansão/contração do crédito — frequentemente associados a problemas de liquidez e de solvência nos respetivos setores bancários — e que registaram as mais acentuadas inversões de posição da balança corrente. Em alguns casos (Chipre, Croácia e Portugal), o elevado endividamento privado conjugase com níveis elevados de dívida pública, importantes posições líquidas de investimento internacional negativas e a persistência de problemas no sistema bancário. Estes países continuam confrontados com grandes necessidades de desendividamento num contexto com margem de manobra orçamental limitada, elevado desemprego, baixa inflação e baixo crescimento do PIB real. Na Bulgária, na Irlanda, na Eslovénia e na Espanha, as vulnerabilidades são também múltiplas e estão interligadas, mas os progressos para a sua resolução foram mais rápidos do que nos países acima referidos.
- Em alguns Estados-Membros, as vulnerabilidades são sobretudo motivadas por *grandes quantidades de dívida das administrações públicas* e pelas preocupações relacionadas com o *crescimento da produção potencial* e com a *competitividade*. É o caso, designadamente, da Itália, onde as vulnerabilidades estão também ligadas ao setor bancário, em particular, ao grande volume de empréstimos improdutivos. A Bélgica e a França também enfrentam problemas relacionados com a dívida das administrações públicas e com o crescimento potencial, mas não estão confrontadas com riscos potenciais semelhantes decorrentes de bancos vulneráveis.
- Alguns Estados-Membros caracterizam-se por *excedentes elevados e persistentes da balança corrente* que refletem um consumo privado e um investimento tímidos. É o caso, nomeadamente, da Dinamarca, da Alemanha, dos Países Baixos e da Suécia. No caso da Alemanha, a situação é combinada com um processo de desendividamento em todos os setores da economia, e isto apesar de os níveis da dívida não serem comparativamente elevados. Os excedentes elevados e persistentes podem implicar a perda de oportunidades de crescimento e riscos crescentes associados à sua posição credora. Além disso, a menor procura agregada tem consequências para o resto da área do euro, num contexto de baixo crescimento e de baixa inflação.
- Em alguns Estados-Membros, *a evolução dos preços ou das variáveis dos custos mostram potenciais sinais de sobreaquecimento*. Na Suécia, bem como na Dinamarca, no Luxemburgo e no Reino Unido, as pressões sobre os preços afetam principalmente o setor da habitação, em combinação com níveis significativos de endividamento das famílias. Na Bulgária, na Estónia, na Letónia e na Lituânia, os custos unitários do trabalho continuam a aumentar a um ritmo relativamente elevado.
- Em alguns Estados-Membros, as vulnerabilidades e as tendências potencialmente insustentáveis estão concentradas essencialmente num *determinado setor da economia*. Nos Países Baixos, persistem vulnerabilidades associadas ao endividamento das famílias e ao mercado da habitação em combinação com o elevado excedente da balança corrente. Na Finlândia, as vulnerabilidades prendem-se essencialmente com a competitividade decorrente de uma transição estrutural na economia.

**Globalmente, justifica-se a realização de análises aprofundadas relativamente a 13 países<sup>17</sup>.** Todos estes países foram objeto de uma AA no ciclo anterior, durante o qual foram elaboradas AA relativamente a 19 países. Não obstante a redução do número de AA refletir os recentes progressos no que toca a corrigir os desequilíbrios, as vulnerabilidades subsistem mesmo em países em que as AA se não justificam nesta fase, e a evolução da situação continuará a ser objeto de acompanhamento, tal como indicado na secção 3. Em relação ao RMA 2016, os progressos mais significativos registaram-se na correção dos desequilíbrios externos dos países devedores líquidos, e os mercados de trabalho continuaram a melhorar em geral. No entanto, os desequilíbrios de *stock* internos e externos apenas apresentam um ajustamento lento e continuam a ser uma fonte de riscos e de vulnerabilidades em muitos Estados-Membros, para além de que pesam sobre as perspetivas de investimento e a recuperação económica. Por sua vez, o aumento incipiente das pressões sobre os preços justifica ser acompanhado de perto em alguns países.

---

<sup>17</sup> Estes países são a Bulgária, a Croácia, Chipre, a Finlândia, a França, a Alemanha, a Irlanda, a Itália, os Países Baixos, Portugal, a Eslovénia, a Espanha e a Suécia.

### 3. DESEQUILÍBRIOS, RISCOS E AJUSTAMENTO: OBSERVAÇÕES ESPECÍFICAS POR PAÍS

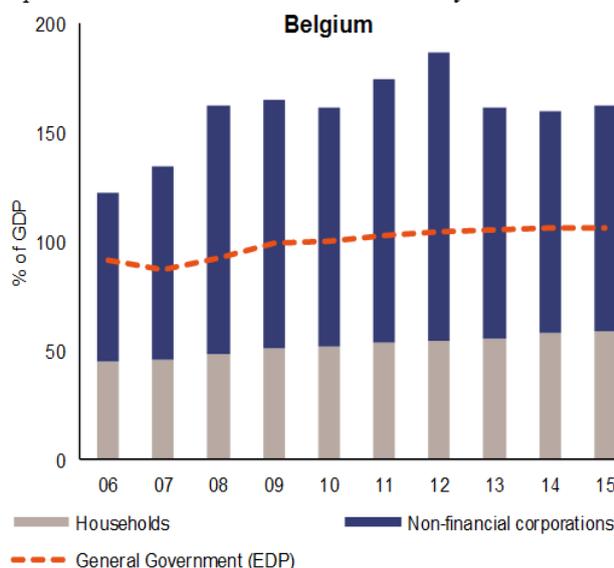
**Bélgica:** Na anterior ronda do PDM, *não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos* na Bélgica. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a evolução das quotas de mercado das exportações e do endividamento, tanto privado como público, bem como a evolução das taxas de desemprego de longa duração e dos jovens.

A sustentabilidade externa assenta na posição da balança corrente e na posição líquida de investimento internacional muito favorável. As perdas acumuladas de quotas de mercado das exportações continuam a ser importantes, mas pararam nos últimos anos, apesar das perdas sofridas em 2015. Prevê-se que esta tendência se mantenha, em conjugação com o abrandamento significativo do crescimento dos custos unitários do trabalho. A dívida privada continua a ser relativamente elevada, em especial para as empresas não financeiras, apesar de os empréstimos intragrupos inflacionarem os valores do endividamento. Os riscos relacionados com o endividamento das famílias resultam predominantemente do mercado da habitação. Os preços reais da habitação têm-se mantido relativamente estáveis nos últimos anos, mas não ocorreu qualquer correção do rápido aumento registado antes de 2008. A dívida pública é estável, mas o seu nível elevado continua a representar um importante desafio para a sustentabilidade das finanças públicas a longo prazo. Dados recentes sugerem que o aumento do desemprego de longa duração é de natureza cíclica, ao passo que o desemprego juvenil elevado e persistente tem um carácter mais estrutural. O número de pessoas que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa é um dos mais elevados de todos os Estados-Membros, evidenciando a crescente polarização do mercado de trabalho belga.

*Em geral, a leitura económica realça problemas relacionados com a competitividade, o endividamento público, os preços da habitação e o funcionamento do mercado de trabalho, embora os riscos associados a estas questões permaneçam contidos. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Bulgária:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Bulgária *registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos*, devido a fragilidades remanescentes no setor financeiro e a um grande endividamento das empresas num contexto de elevado desemprego. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), o crescimento dos custos unitários do trabalho (CUT) nominais e a taxa de desemprego.

Graph A1: Debt across sectors in the economy



Source: Eurostat

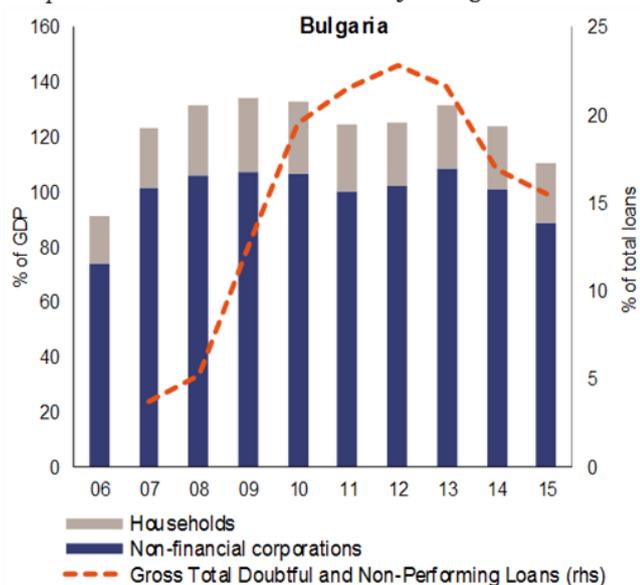
A PLII negativa mantém-se acima do limiar do painel de avaliação, embora tenha continuado a melhorar num contexto de uma balança corrente positiva. As quotas de mercado das exportações aumentaram nos últimos cinco anos, não obstante as perdas registadas em 2015. O crescimento dos CUT tem vindo a desacelerar de forma constante, embora a média de três anos se mantenha acima do limiar indicativo. O endividamento do setor privado continua a ser motivo de preocupação, especialmente para as empresas não financeiras; os dados recentes revelam um processo de desendividamento ordenado mas lento. Subsistem ainda vulnerabilidades no setor financeiro e o quadro de insolvência continua a apresentar fragilidades. O nível de empréstimos improditivos diminuiu, mas continua a ser elevado. Procedeu-se a uma análise da qualidade dos ativos e a testes de resistência no setor bancário e não foi identificada qualquer necessidade significativa de capital adicional no setor. Será, contudo, necessária uma implementação rigorosa das medidas de acompanhamento, nomeadamente através das recomendações que o BNB dirigiu aos diferentes bancos. Estão em curso análises similares nos setores dos seguros e dos fundos de pensões. A taxa de desemprego está acima do limiar indicativo, embora apresente uma tendência decrescente devida ao recente reforço do crescimento do PIB, ao passo que o crescimento do desemprego de longa duração já não ultrapassa o limiar indicativo. A persistência de problemas estruturais no mercado de trabalho, tais como o baixo nível de participação e a inadequação das competências e das qualificações, continuam a ser motivo de preocupação.

*De um modo geral, a leitura económica realça problemas relacionados com as vulnerabilidades externas e internas, nomeadamente no setor financeiro. Por conseguinte, tendo também em conta a identificação de um desequilíbrio excessivo em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.*

**República Checa:** Na ronda anterior do PDM, não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos na República Checa. No painel de avaliação atualizado, nenhum indicador está acima dos limiares indicativos.

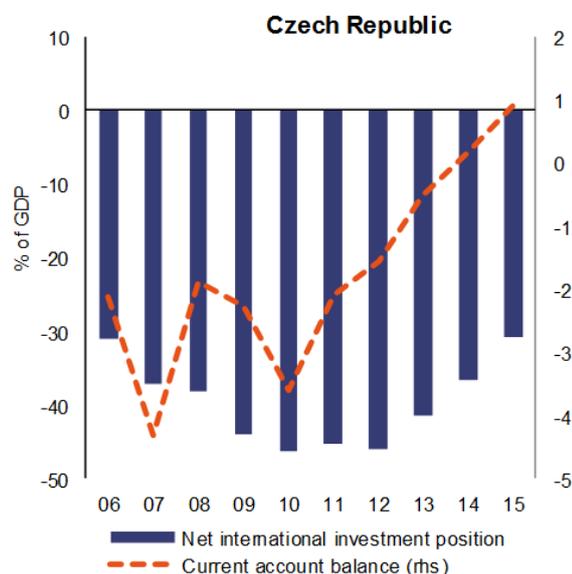
O saldo da balança corrente melhorou consideravelmente nos últimos anos, tendo a média de três anos voltado a

Graph A2: Private Debt and Non-Performing Loans



Source: Eurostat and ECB

Graph A3: NIIP and CA balance



Source: Eurostat

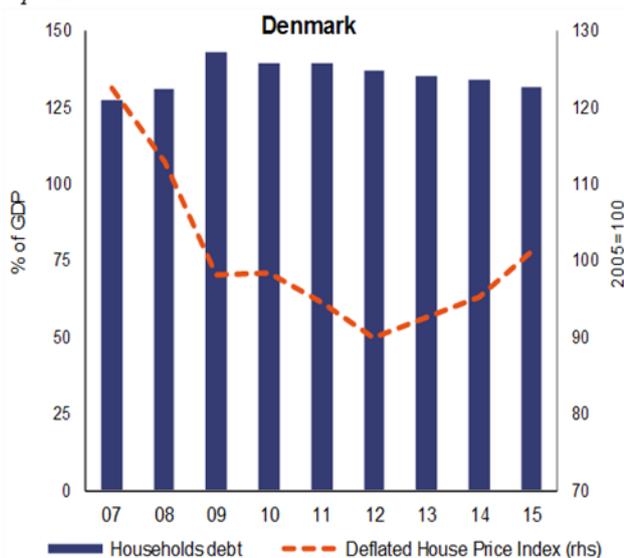
valores positivos em 2015. A posição líquida de investimento internacional tem vindo gradualmente a diminuir e a situou-se dentro do limiar em 2015, em parte devido à acumulação de ativos expressos em moeda estrangeira em curso pelo Banco Nacional da República Checa no seguimento da instauração de uma taxa de câmbio mínima face ao euro. Os riscos relacionados com a posição externa continuam de um modo geral a ser limitados, uma vez que grande parte da dívida externa decorre de investimento direto estrangeiro e, conseqüentemente, a dívida externa líquida é muito baixa. Verificaram-se novos ganhos de competitividade em 2015, com um pequeno aumento das quotas de mercado das exportações e uma ligeira diminuição dos custos unitários do trabalho nominais. A aceleração do crescimento dos salários e a eventual apreciação da taxa de câmbio, na sequência da supressão da taxa de câmbio mínima, poderia em parte inverter estes ganhos recentes. Os riscos de desequilíbrios internos afiguram-se reduzidos. Apesar de uma maior confiança das famílias para entrar no mercado da habitação, o nível da dívida do setor privado diminuiu ligeiramente em 2015 e mantém-se dentro do limiar. Além disso, o crescimento dos preços reais da habitação acelerou ligeiramente em 2015. A elevada participação de capitais estrangeiros no setor bancário continua a ser estável, com os passivos totais do setor financeiro a aumentarem de modo apenas marginal em 2015. A dívida pública diminuiu e espera-se que continue a diminuir e permaneça dentro do limiar. O desemprego é baixo.

*De um modo geral, a leitura económica aponta para riscos externos limitados e para riscos internos baixos. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Dinamarca:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos na Dinamarca. No painel atualizado, alguns indicadores excedem os limiares indicativos, nomeadamente o saldo da balança corrente, a variação das quotas de mercado das exportações, os preços reais da habitação e a dívida do setor privado.

A balança corrente continua a registar elevados excedentes. Esta situação reflete não só as fortes poupanças dos setores privado e público e os elevados rendimentos provenientes do investimento no estrangeiro, como também a contração do investimento das empresas. A posição líquida de investimento internacional é positiva e elevada, embora tenha diminuído em 2015 devido aos efeitos de valorização negativos. Embora, numa base anual, se tenham registado perdas adicionais, as perdas acumuladas das quotas de mercado das exportações diminuíram em 2015, prevendo-se que venham a ser limitadas nos próximos anos. A recente debilidade relativa das exportações pode também atribuir-se em parte ao abrandamento da extração de petróleo e gás e do setor dos transportes marítimos. Os indicadores da competitividade dos custos permaneceram relativamente estáveis. A dívida do setor privado diminuiu muito ligeiramente em 2015, mas

Graph A4: Households' debt and House Price Index



Source: Eurostat

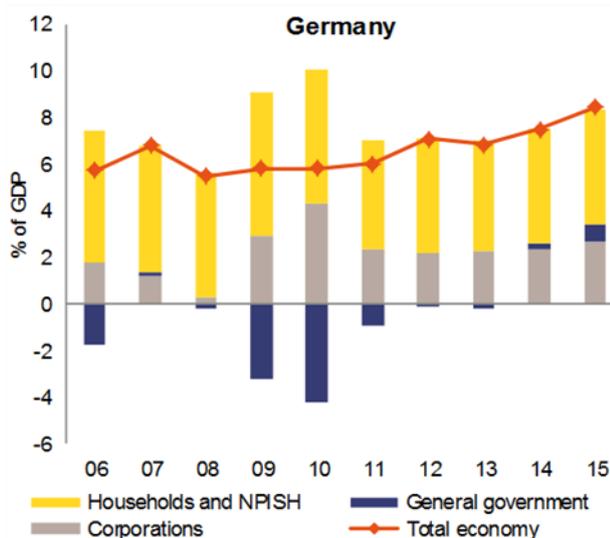
continua a ser muito elevada. A dívida das famílias, comparativamente elevada, reflete igualmente um sistema de crédito hipotecário específico e um sistema de pensões avançado. O desendividamento é lento porque os incentivos à amortização da dívida são baixos, sendo, ao invés, elevados para a constituição de património imobiliário. O crescimento dos preços reais da habitação acelerou para além do limiar em 2015, num contexto de taxas de juro muito baixas, o que justifica um acompanhamento atento. Em contrapartida, o setor bancário mantém a sua solidez e evolução do crédito está controlada. As medidas regulamentares e de supervisão adotadas para aumentar a estabilidade financeira do setor e reduzir os incentivos ao endividamento das famílias estão gradualmente a surtir efeito. O desemprego continua a um nível reduzido.

*Em geral, a leitura económica aponta para possíveis problemas relacionados com a dívida privada e o setor da habitação, mas os riscos ainda se afiguram limitados. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Alemanha:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Alemanha registava *desequilíbrios macroeconómicos*, relacionados, em especial, com os riscos decorrentes do excesso de poupança e do parco investimento público e privado. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores situam-se acima dos limiares indicativos, designadamente o excedente da balança corrente e a dívida pública.

Em 2015, o excedente da balança corrente, que já era muito elevado, continuou a aumentar, impulsionado por termos de troca ainda mais favoráveis devido à descida dos preços do petróleo e às taxas de câmbio favoráveis, prevendo-se que o excedente se mantenha a níveis elevados ao longo dos próximos anos. O investimento — que, em percentagem do PIB, tem permanecido globalmente ao mesmo baixo nível desde 2011 — deverá manter-se moderado. A fortíssima posição líquida de investimento internacional continuou a aumentar rapidamente. O aumento dos custos unitários do trabalho situou-se acima da média da área do euro, colmatando gradualmente o diferencial negativo em relação à área do euro. Os fluxos de crédito para o setor privado melhoraram e o desendividamento do setor privado prosseguiu num contexto de intensificação das poupanças das empresas e das famílias. O aumento dos preços reais da habitação acelerou, mas o indicador mantém-se dentro do limiar. O rácio da dívida pública continuou a diminuir. O setor financeiro continua sob pressão devido ao baixo nível de rendibilidade. As taxas de desemprego muito baixas e em declínio refletem a robustez do mercado de trabalho na Alemanha.

Graph A5: Net lending/borrowing by sector



Source: Commission services. NPISH stands for non-profit institutions serving households

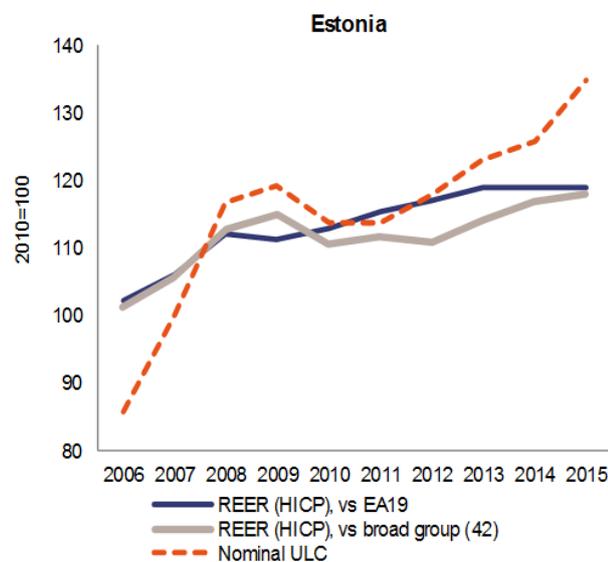
*De um modo geral, a leitura económica sublinha problemas relacionados com o excedente externo muito elevado e crescente, bem como a forte dependência face à procura externa, que denotam riscos para o crescimento e sublinham a necessidade de prosseguir o reequilíbrio a*

*favor de fontes de crescimento nacionais. Por conseguinte, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Estónia:** Na anterior ronda do PDM, *não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos* na Estónia. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII) negativa, a taxa de câmbio efetiva real (TCER), os custos unitários do trabalho e os preços reais da habitação.

A PLII negativa mantém-se acima do limiar, embora tenha continuado a melhorar. Mais de metade do passivo externo consiste em investimento direto estrangeiro, o que reduz os riscos. A balança corrente tem registado excedentes desde 2014, apoiada por exportações de serviços sólidas e estáveis. Apesar de subsistirem grandes ganhos acumulados das quotas de mercado das exportações, verificaram-se perdas substanciais em 2015. O indicador da taxa de câmbio efetiva real ultrapassa ligeiramente o limiar, mas prevê-se que venha a diminuir. O aumento dos custos unitários do trabalho nominais reflete o declínio continuado da população em idade, que promove o crescimento dos salários. Além disso, a

Graph A6: Real effective exchange rate and ULC



Source: Eurostat, Commission services

descida dos preços do petróleo e a depreciação do rublo limitaram as exportações da Estónia, inclusive da sua considerável indústria de xistos betuminosos. O aumento dos preços reais da habitação tem vindo a abrandar à medida que a oferta de habitação se aproxima da procura. A dívida do setor privado situa-se dentro do limiar mas está a atingir valores mínimos devido ao aumento gradual do crédito concedido sobretudo a empresas. Em contrapartida, a dívida pública mantém-se estável e situa-se ao nível mais baixo na UE. O desemprego de longa duração, o desemprego dos jovens e a taxa de privação material grave voltaram a diminuir.

*Globalmente, a leitura económica assinala problemas relacionados com as pressões exercidas sobre a economia nacional, mas os riscos afiguram-se circunscritos. Em conclusão, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Irlanda:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Irlanda registava *desequilíbrios macroeconómicos*, relacionados com os grandes níveis de passivo externo e as vulnerabilidades da dívida pública e privada. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem o limiar indicativo, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a taxa de câmbio efetiva real (TCER), a dívida privada, os preços reais da habitação, a dívida pública e o desemprego.

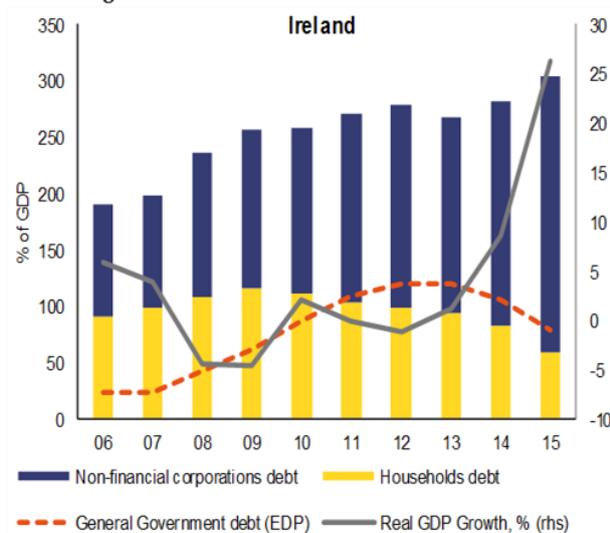
A PLII sofreu um agravamento significativo em 2015, que se explica em parte por algumas das atividades das empresas multinacionais, que tiveram uma incidência limitada na economia nacional. Nos últimos anos, a Irlanda apresentou

grandes excedentes da balança corrente, que refletem, em certa medida, o reequilíbrio da economia e a melhoria da competitividade sustentada pela evolução favorável da TCER. No entanto, a balança corrente subjacente e a posição externa são difíceis de avaliar, devido à dimensão e ao impacto da atividade das empresas multinacionais. O rácio dívida privada/PIB continua elevado e as famílias continuaram a desendividar-se ativamente, mas a situação das empresas não financeiras nacionais é mais difícil de interpretar, devido ao peso das multinacionais na totalidade da dívida das empresas. Embora elevado, o rácio dos empréstimos improdutivos apresenta uma tendência para a diminuição, e os créditos hipotecários de longa duração em atraso são uma fonte de preocupação. O crescimento dos preços reais da habitação abrandou, embora se verifiquem variações regionais significativas, provocadas principalmente pela oferta insuficiente de habitação. Em relação aos níveis máximos históricos, os preços dos bens imobiliários continuam muito abaixo, mas as rendas ultrapassaram-nos. A dívida pública, que segue uma tendência descendente, também diminuiu significativamente em 2015 devido ao aumento excepcional do PIB. A taxa de desemprego média de três anos aproxima-se do limiar, em virtude de ter continuado a diminuir graças à forte criação de emprego. Também o desemprego de longa duração e o desemprego dos jovens registaram uma diminuição substancial.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a sustentabilidade externa, o setor financeiro e a dívida pública e privada. Por conseguinte, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Espanha:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Espanha registava *desequilíbrios macroeconómicos*, envolvendo em especial riscos relacionados com os altos níveis de dívida externa e interna, tanto pública como privada, num contexto de desemprego elevado. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a dívida pública e privada e a taxa de desemprego.

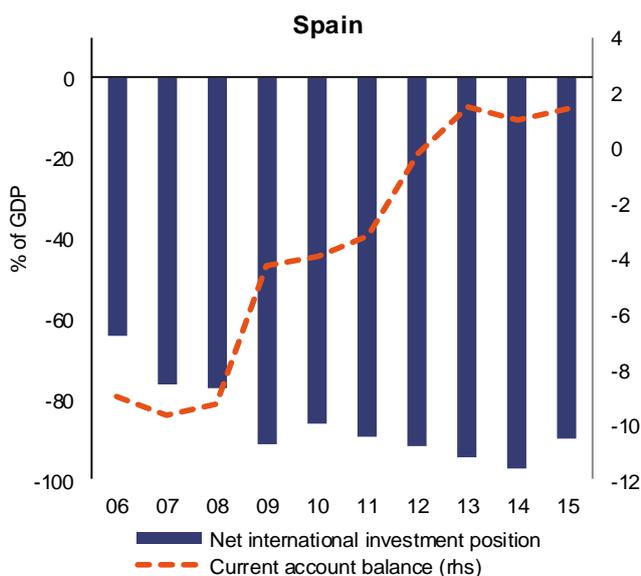
Graph A7: Debt across sectors in the economy and real GDP growth



Source: Eurostat

Prosseguiu o processo de reequilíbrio externo e o saldo da balança corrente deverá continuar a registar um excedente moderado a médio prazo. No entanto, este ajustamento está a traduzir-se apenas muito lentamente na redução do passivo externo da Espanha. Embora tenha melhorado desde 2014, a PLII continua muito negativa e é constituída fundamentalmente por dívida, o que expõe o país aos riscos decorrentes das variações no sentimento dos mercados. Ademais, o fraco crescimento da produtividade leva a que os ganhos de competitividade dependam das vantagens em termos de custos, o que também se repercute negativamente nas condições de trabalho e na coesão social. O desendividamento do setor privado prosseguiu ao longo de 2015, apoiado igualmente por um crescimento real robusto. Em geral, a dívida pública manteve-se estável, pese um défice que, embora considerável, tem vindo a melhorar. Embora se tenha vindo a verificar uma rápida descida do desemprego, este permanece ainda muito elevado, em especial entre os jovens, e é elevada a percentagem de desempregados que está sem emprego há mais de um ano. A melhoria da situação no mercado de trabalho está a traduzir-se muito lentamente numa redução da pobreza, cujos indicadores continuam a ser dos mais elevados da UE.

Graph A8: NII and CA balance



Source: Eurostat

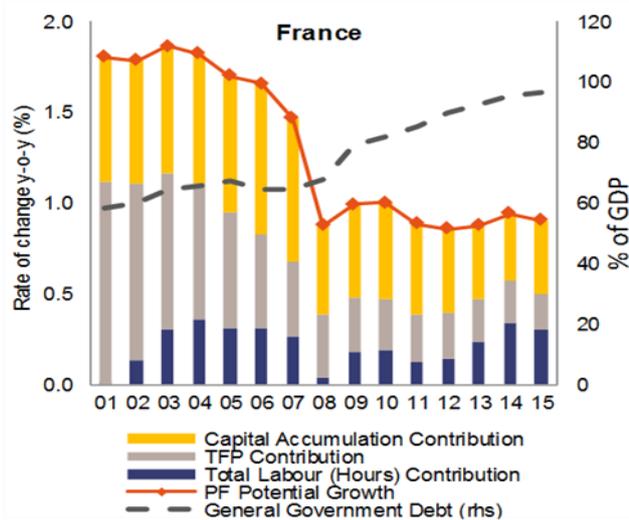
*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a sustentabilidade externa, a dívida pública e privada e o ajustamento do mercado de trabalho, num contexto de fraco crescimento da produtividade. Por conseguinte, tendo também em conta os desequilíbrios detetados em março e a importância de que se revestem além-fronteiras, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**França:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a França registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos, relacionados, em especial, com uma dívida pública elevada e crescente, aliada a um fraco crescimento da produtividade e à deterioração da competitividade. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem ainda os limiares indicativos, designadamente a dívida pública, a dívida do setor privado, o desemprego e a evolução do desemprego de longa duração.

concluiu que a França registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos, relacionados, em especial, com uma dívida pública elevada e crescente, aliada a um fraco crescimento da produtividade e à deterioração da competitividade.

Os indicadores dos desequilíbrios externos e da competitividade estabilizaram em grande medida em 2015, como se atesta

Graph A9: Potential Growth and Public Debt



Source: Commission services

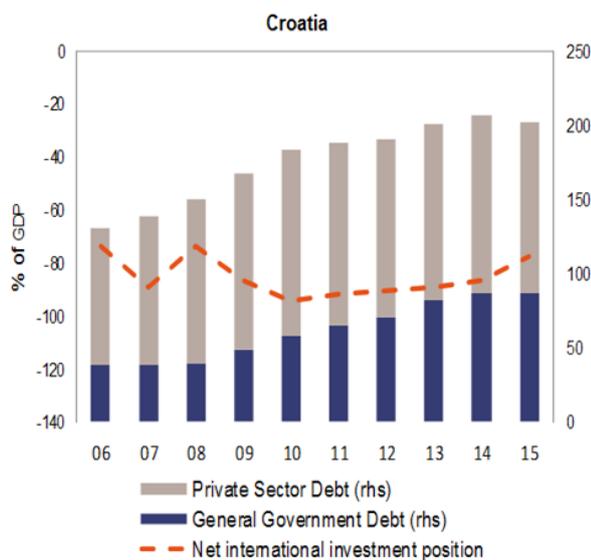
pela balança corrente próxima do equilíbrio, o abrandamento das perdas acumuladas de quotas de mercado das exportações, que se encontra agora dentro do limiar, e o crescimento controlado dos custos unitários do trabalho. Não obstante, o fraco crescimento da produtividade do trabalho constitui um fator de risco para a evolução dos custos unitários do trabalho. A dívida pública elevada e crescente, que continua a ser uma importante fonte de vulnerabilidade, deverá aumentar nos próximos anos. O reduzido potencial de crescimento e o baixo nível de inflação tornam o desendividamento mais difícil e, por conseguinte, agravam os riscos associados ao elevado nível da dívida pública. A dívida do setor privado é superior ao limiar, mas as pressões o desendividamento parecem estar controladas. Assiste-se a uma lenta correção dos preços reais da habitação e o crédito ao setor privado estabilizou a um nível moderadamente positivo. O desemprego voltou a aumentar em 2015, num contexto de crescimento reduzido. Do mesmo modo, o desemprego de longa duração continuou a aumentar.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados sobretudo com desequilíbrios internos, em especial, o endividamento público num contexto de fraco crescimento da produtividade e de baixa competitividade. Por conseguinte, tendo também em conta a identificação de um desequilíbrio excessivo em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.*

**Croácia:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Croácia registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos, envolvendo em especial riscos relacionados com os altos níveis de dívida pública, externa e das empresas, num contexto de desemprego elevado. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a dívida pública e a taxa de desemprego.

A PLII continua fortemente negativa, se bem que tenha registado melhorias, e o saldo da balança corrente reflete um aumento do excedente em 2015. Continuaram a registar-se ganhos anuais de quotas de mercado das exportações, o que permitiu, em geral, inverter as perdas acumuladas nos anos anteriores à adesão. Os níveis da dívida pública e privada, em especial da dívida das empresas, são elevados. Após cinco anos de rápido crescimento, a dívida pública estabilizou a um nível muito elevado e deverá agora diminuir em percentagem do PIB ao longo do horizonte de previsão. A dívida do setor privado começou também a diminuir mas, embora se mantenha dentro do

Graph A10: NIIP, Private Debt and Government Debt, % of GDP



Source: Eurostat

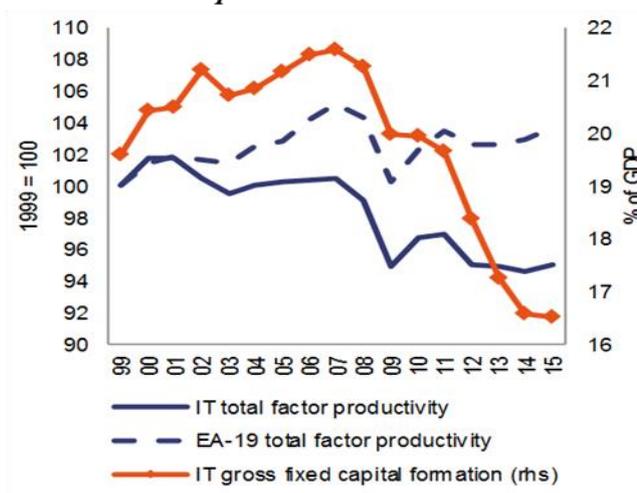
limiar, continua a ser elevada em comparação com países análogos. Ademais, uma elevada proporção da dívida interna é denominada em euros, o que aumenta os riscos cambiais decorrentes do elevado passivo externo. Apesar do bom nível de capitalização, o setor financeiro continua exposto a taxas elevadas de empréstimos improdutivos. A aceleração das

anulação e cessões de empréstimos fez diminuir o volume dos empréstimos improdutivos, deixando entrever um abrandamento da restritividade das condições de crédito. A elevada taxa de desemprego está também a descer, o que se deve em parte ao facto de a população ativa, já de si reduzida, ser cada vez menor. Com baixas taxas de emprego e atividade, uma percentagem relativamente significativa da população continua a estar em risco de pobreza ou de exclusão social.

*Em geral, a análise económica assinala problemas relacionados com a posição externa, a sustentabilidade da dívida pública e o ajustamento do mercado de trabalho. Por conseguinte, tendo também em conta a identificação de um desequilíbrio excessivo em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.*

**Itália:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Itália registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos, em especial níveis muito elevados de dívida pública e uma fraca competitividade externa num contexto de fraco crescimento económico e de evolução medíocre da produtividade. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem o limiar indicativo, designadamente as perdas de quotas de mercado das exportações, a dívida pública, a taxa de desemprego, bem como a evolução das taxas de desemprego de longa duração e de desemprego dos jovens.

*Graph A11: Total Factor Productivity and Gross Fixed Capital Formation*



Source: Commission services

A balança corrente manteve-se excedentária em 2015, o que contribuiu para a melhoria da posição líquida de investimento internacional. Não obstante, este excedente evidencia também a fraca procura interna, como se atesta pelo rácio historicamente baixo do investimento fixo em relação ao PIB. As perdas de quotas de mercado das exportações continuam a ser substanciais. O desempenho externo e a competitividade dos custos sofrem as consequências do fraco crescimento da produtividade do trabalho, apesar da contenção do crescimento dos salários e da depreciação da taxa de câmbio efetiva real. A tímida recuperação económica, o baixo nível de inflação e a política orçamental expansionista têm retardado a redução do elevadíssimo rácio da dívida pública e dos riscos conexos. A baixa rentabilidade e o elevado volume de empréstimos improdutivos tornam o sistema bancário cada vez mais vulnerável e comprometem a capacidade dos bancos para apoiar a economia. Em especial, a má afetação de capital associada ao elevado volume de empréstimos improdutivos contribui igualmente para o fraco crescimento da produtividade; por seu turno, os baixos volumes de empréstimos estão associados a um nível de investimento incipiente. A melhoria das condições no mercado de trabalho tem vindo a reduzir gradualmente a taxa de desemprego que, todavia, se mantém muito acima dos níveis anteriores à crise, à semelhança do que se verifica com as taxas de desemprego de longa duração e de desemprego dos jovens.

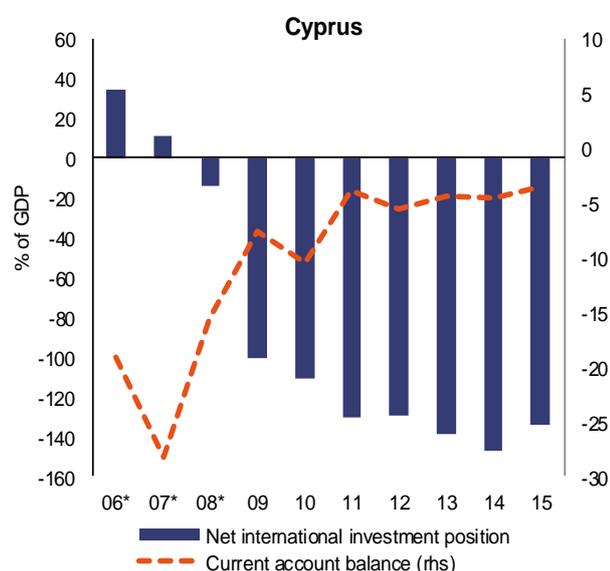
*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com o elevado nível de endividamento público e o sistema bancário num contexto de fraco crescimento da*

produtividade. Por conseguinte, tendo também em conta a identificação de desequilíbrios excessivos em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.

**Chipre:** Em abril de 2016, a Comissão concluiu que Chipre registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos, relacionados, sobretudo, com níveis muito elevados de dívida privada, pública e externa e o rácio elevado de empréstimos improdutivos no sistema bancário. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores continuam a exceder o limiar indicativo, designadamente o défice da balança corrente, a posição líquida de investimento internacional (PLII), a taxa de câmbio efetiva real (TCER), as perdas de quotas de mercado das exportações, a dívida do setor privado, a dívida pública, o desemprego, bem como a evolução das taxas de desemprego de longa duração e de desemprego dos jovens.

O défice da balança corrente e a PLII negativa continuam a ser substanciais, apesar de se terem registado algumas melhorias em 2015. O bom desempenho das exportações de serviços, sobretudo do turismo, contribuiu para este resultado. A depreciação significativa da TCER reflete sobretudo a inflação negativa verificada desde 2015. O nível do endividamento privado continua a ser dos mais elevados na UE. Apesar de, em 2015, se ter assistido à retoma do crescimento real do PIB, o qual deverá continuar a aumentar ao longo do horizonte de previsão, a descida dos preços provoca a redução do crescimento do PIB nominal e dificulta o processo de desendividamento. O nível muito elevado dos empréstimos improdutivos sugere que há ainda riscos graves que obstam à restauração de um bom fluxo de crédito para economia, o qual é indispensável para apoiar o crescimento a médio prazo. O rácio dívida pública/PIB, extremamente elevado, é estável e deverá ter atingido o seu nível máximo em 2015. O desemprego é elevado mas tem vindo a diminuir, se bem que o desemprego de longa duração e o desemprego dos jovens continuam relativamente elevados.

Graph A12: NIIP and CA balance



Source: Eurostat. Note: \* indicates BMP5 and ESA95

Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a sustentabilidade externa, a dívida pública e privada, vulnerabilidades no setor financeiro e o ajustamento do mercado de trabalho. Por conseguinte, tendo também em conta a identificação de um desequilíbrio excessivo em abril, a Comissão considera útil, no caso de Chipre, 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 quaisquer desequilíbrios macroeconómicos* na Letónia. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), os custos unitários do trabalho e o desemprego.

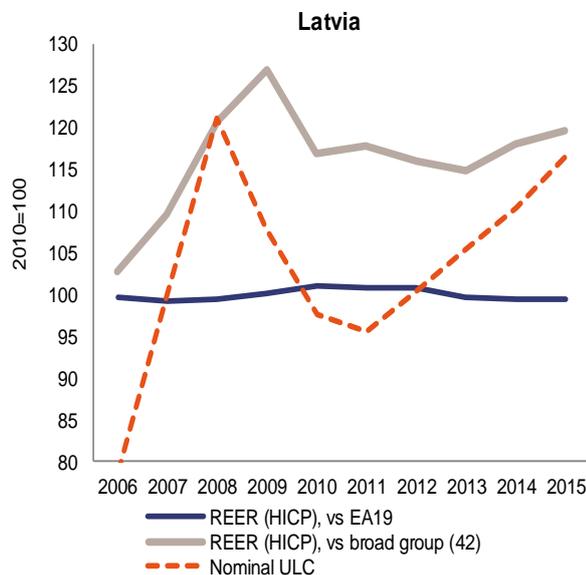
O défice da balança corrente está a diminuir e o rácio negativo da PLII, se bem que ainda consideravelmente acima do limiar, tem vindo a melhorar e as perspetivas são também favoráveis. Uma percentagem muito elevada da exposição externa é reflexo do volume de investimento direto estrangeiro. Os ganhos acumulados das quotas de mercado das exportações continuam a ser substanciais, a despeito das perdas sofridas em 2015. Os indicadores da competitividade dos custos apontam para algumas perdas. Houve uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real em 2015. Os custos unitários do trabalho voltaram a aumentar, tendo ultrapassado o limiar indicativo, o que coloca alguns riscos à competitividade dos custos externos. No entanto, à luz das mais recentes evoluções salariais, prevê-se que o ritmo de crescimento venha a abrandar. Os rácios da dívida pública e privada estão claramente dentro dos limiares. O setor financeiro continua pujante. A concessão de empréstimos, em especial às empresas, está de novo a aumentar após um longo período de desendividamento. O aumento dos preços reais da habitação abrandou. O indicador de desemprego a três anos está ligeiramente acima do limiar mas apresenta uma tendência descendente.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com o setor externo da economia e o mercado de trabalho, num contexto de reequilíbrio constante. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Lituânia:** Na anterior ronda do PDM, *não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos* na Lituânia. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), os custos unitários do trabalho (CUT) nominais, e a taxa de desemprego.

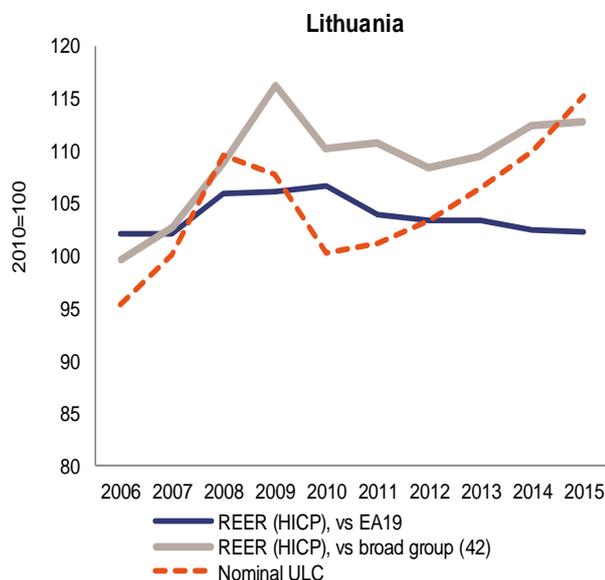
Embora ainda esteja acima do limiar indicativo, a PLII apresenta uma tendência para a melhoria. O setor público e o setor privado contribuem de igual forma para a posição líquida negativa total e o passivo do setor

Graph A13: Real effective exchange rate and ULC



Source: Eurostat, Commission services

Graph A14: Real effective exchange rate and ULC



Source: Eurostat, Commission services

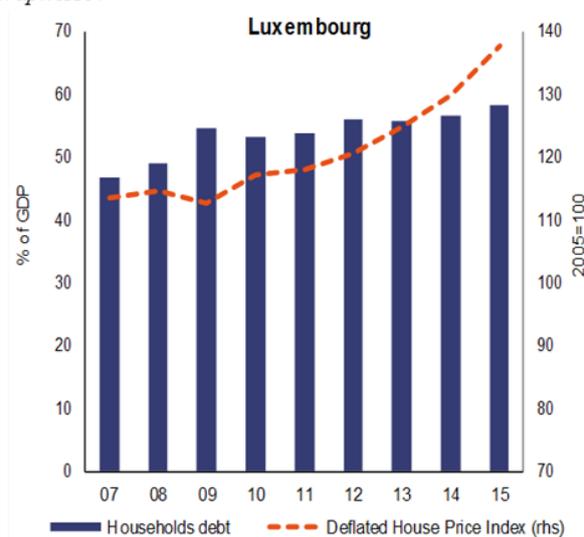
privado é constituído quase exclusivamente por investimento direto estrangeiro, o que implica um risco menor. Apesar de subsistirem ganhos acumulados das quotas de mercado das exportações, verificaram-se perdas avultadas em 2015. Os indicadores da competitividade dos custos apontam para algumas perdas. Houve uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real em 2015. A baixa produtividade e o forte crescimento dos salários implicaram um aumento acentuado dos custos unitários do trabalho em 2015, colocando o indicador acima do limiar, mas deverá registar-se uma desaceleração ao longo do horizonte de previsão. Os níveis da dívida pública e privada são relativamente baixos. Os preços reais da habitação continuam a aumentar, mas a um ritmo mais lento e a partir de um nível relativamente baixo. Embora esteja acima do limiar, o indicador de desemprego apresenta uma tendência constante de diminuição.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a competitividade externa, embora os riscos estejam circunscritos. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Luxemburgo:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos no Luxemburgo. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente os preços reais da habitação, os fluxos de crédito para o setor privado e o endividamento.

O excedente da balança corrente, estruturalmente elevado, manteve-se estável em 2015 e está ligeiramente abaixo do limiar. A posição líquida de investimento internacional positiva aumentou, refletindo sobretudo o predomínio do setor financeiro, já que só uma pequena percentagem dos fluxos está relacionada com a atividade económica nacional. O crescimento reduzido dos salários contribuiu para a recente moderação dos custos do trabalho e, conjugado com o aumento da produtividade dos últimos anos, ajuda a explicar a recuperação das quotas de mercado das exportações. A dívida pública, já de si reduzida, voltou a diminuir. O crescimento do crédito manteve o seu vigor e o forte crescimento dos empréstimos para a aquisição de habitação fez subir a dívida das famílias para níveis próximos da média da área do euro; por seu turno, as pressões de desendividamento sobre as famílias e as empresas parecem estar controladas. Os preços da habitação, cujos níveis já eram elevados, estão a subir, o que justifica um acompanhamento atento. Diversos fatores como os consideráveis fluxos migratórios líquidos, um mercado de trabalho dinâmico e os baixos custos de financiamento contribuem para sustentar a procura de habitação, cuja oferta se mantém relativamente limitada, facto este que, entre outros aspetos, se atesta pelo baixo crescimento das licenças de construção. Quer os rácios empréstimo/valor quer a acessibilidade da habitação em termos de custo diminuíram. O desemprego aumentou, mas a partir de um nível baixo.

Graph A15: Households' debt and House Price Index



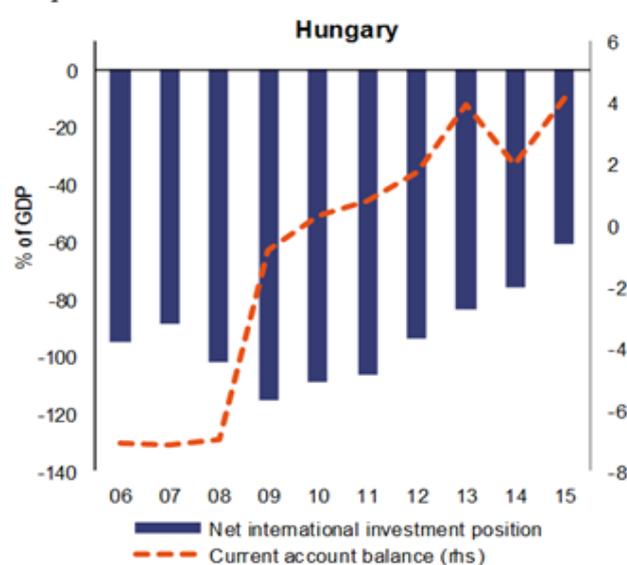
Source: Eurostat

*Em geral, a leitura económica aponta para problemas relacionados com o aumento dos preços da habitação, mas, na globalidade, os riscos ainda se afiguram relativamente limitados. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Hungria:** Na anterior ronda do PDM, não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos na Hungria. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores situam-se acima dos limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), as perdas de quotas de mercado das exportações, os preços reais da habitação e a dívida pública.

O reforço contínuo da balança corrente implicou uma melhoria muito rápida e sustentada da PLII negativa. As quotas de mercado das exportações registaram ganhos em 2015 e as perdas acumuladas estão apenas marginalmente acima do limiar. Esta situação é sustentada por uma indústria automóvel em crescimento e pela melhoria da competitividade dos custos, como se atesta pela depreciação da taxa de câmbio efetiva real e o crescimento controlado dos custos unitários do trabalho. A concessão de crédito às empresas pelos bancos nacionais continua em contração, mas os novos empréstimos às famílias recuperaram em 2015. O ritmo de desendividamento abrandou em geral, apoiado por um crescimento económico

Graph A16: NIIP and CA balance



Source: Eurostat

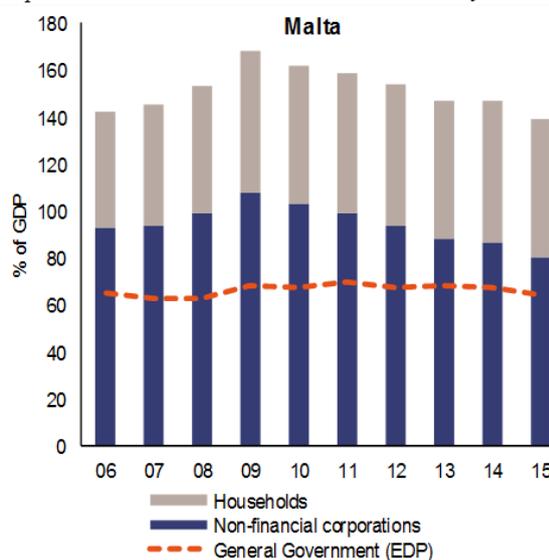
sustentado. O anterior declínio dos preços reais da habitação sofreu uma inversão drástica e os preços da habitação subiram em 2015, ultrapassando o limiar, se bem que partindo ainda de níveis subavaliados. As regras de definição de um limite máximo para a dívida que foram posteriormente introduzidas virão limitar os riscos de um sobreaquecimento do mercado. A dívida pública continuou a diminuir gradualmente, embora ainda continue a ser relativamente elevada para uma economia de rendimento médio. O setor bancário melhorou a sua rentabilidade e capacidade de amortecimento de choques. A recuperação do mercado da habitação poderá contribuir para atenuar o problema dos elevados níveis de empréstimos hipotecários improdutivos das famílias. O indicador de desemprego manteve-se dentro do limiar em 2015 e o emprego voltou a aumentar em 2015 e 2016.

*Em geral, a leitura económica assinala a melhoria da posição externa e problemas relacionados com o mercado da habitação, embora os riscos se afigurem circunscritos. A Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Malta:** Na anterior ronda do PDM, *não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos* em Malta. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores situam-se acima dos limiares indicativos, designadamente as perdas de quotas de mercado das exportações, bem como a dívida privada e a dívida pública.

O excedente da balança corrente diminuiu ligeiramente em 2015, refletindo também o impacto do aumento assinalável do investimento com forte intensidade de importações. Houve um reforço da PLII positiva. As quotas de mercado das exportações mantêm a tendência persistente no sentido da baixa que se verifica desde 2009, sobretudo devido às exportações de bens. No entanto, a evolução da competitividade dos custos foi favorável, pois o aumento da produtividade e a evolução moderada dos salários controlaram os custos unitários do trabalho e a ligeira depreciação da taxa de câmbio efetiva real. O rácio dívida privada/PIB está numa firme trajetória

Graph A17: Debt across sectors in the economy



Source: Eurostat

descendente, na esteira de um desendividamento controlado das sociedades não financeiras e de um crescimento económico robusto. A evolução dos preços da habitação foi moderada em 2015, mas prevê-se que o crescimento da procura resulte num aumento da pressão sobre os preços nos próximos anos. A dívida pública continuou a diminuir, aproximando-se do limiar indicativo. As condições do mercado de trabalho mantiveram-se favoráveis e o desemprego continua baixo.

*Em geral, a leitura económica assinala a sólida posição externa e o processo de desendividamento em curso num contexto de crescimento relativamente robusto. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

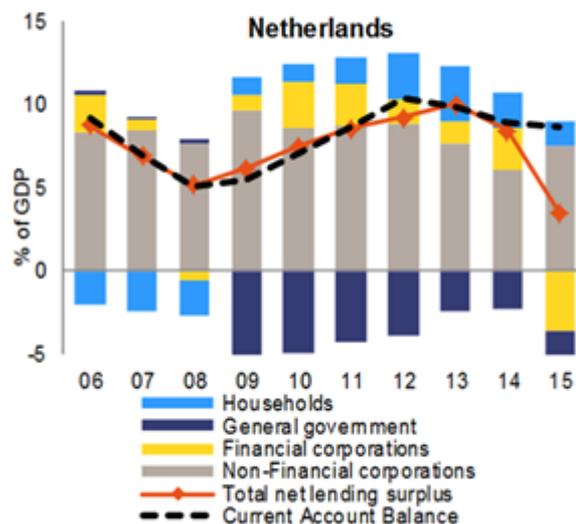
**Países Baixos:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que os Países Baixos *registavam desequilíbrios macroeconómicos*, relacionados em especial com os riscos decorrentes do elevado e persistente excedente da balança corrente e do volume muito elevado da dívida das famílias. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente o excedente da balança corrente, a perda de quotas de mercado das exportações, a dívida privada, a dívida pública, bem como a evolução do desemprego de longa duração.

O excedente da balança corrente mantém-se a um nível que ultrapassa em muito o limiar indicativo. As características estruturais, incluindo a grande atividade de reexportação e a presença de multinacionais, contribuem parcialmente para o nível elevado. Além disso, o excedente reflete o nível elevado das poupanças das sociedades não financeiras num contexto de baixos níveis de investimento e de controlo da distribuição de lucros das empresas. Não obstante, prevê-se que o investimento se intensifique em consonância com a procura interna robusta, o que poderá resultar numa diminuição moderada do excedente da balança corrente. As perdas acumuladas de quotas de mercado das exportações mantiveram-se abaixo do limiar

na sequência das perdas anuais registadas em 2015. Os indicadores da competitividade dos custos apontam para pequenos ganhos em 2015.

A dívida privada é muito elevada mas o processo de desendividamento no setor privado continua e resultará numa ligeira redução do nível da dívida. Algumas medidas estratégicas, como a menor possibilidade de dedução fiscal dos juros hipotecários e os rácios empréstimo/valor, deverão contribuir para a redução do endividamento das famílias. Os preços reais da habitação começaram a subir em 2015, após a fase de correção dos anos anteriores. A dívida pública, que ultrapassa em certa medida o limiar, tem vindo a registar uma ligeira diminuição. Embora o mercado de trabalho evidencie um forte crescimento do emprego, dando assim azo a uma redução contínua da taxa de desemprego, a proporção de desempregados de longa duração mantém-se elevada.

Graph A18: Net Lending/Borrowing by Sector and current account



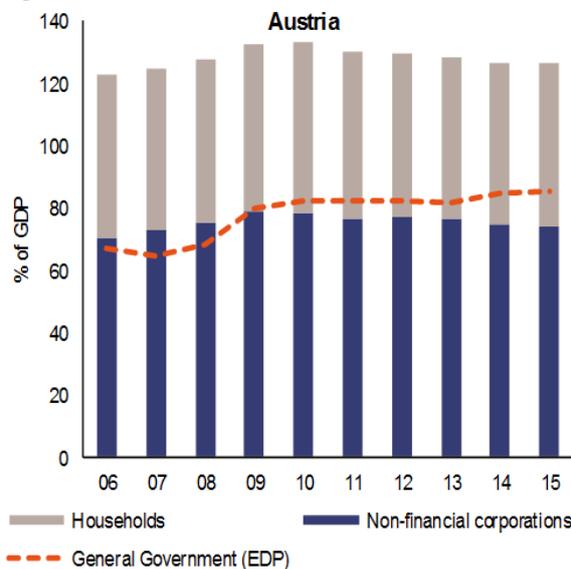
Source: Eurostat

Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a persistência de desequilíbrios em matéria de poupança e de investimento, e o nível elevado de dívida privada, em especial a dívida hipotecária. Por conseguinte, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.

**Áustria:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Áustria não registava desequilíbrios macroeconómicos. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente as perdas de quotas de mercado das exportações e a dívida pública, bem como a evolução do desemprego de longa duração.

A balança corrente apresenta um excedente moderado, que aumentou ligeiramente em 2015, sendo a posição líquida de investimento internacional ligeiramente positiva. As perdas acumuladas de quotas de mercado das exportações continuam acima do limiar, tendo-se registado algumas perdas suplementares em 2015. A taxa de câmbio efetiva real depreciou-se numa base anual. Por seu turno, após três anos de perdas, o crescimento da produtividade do trabalho foi positivo, o que contribuiu para reduzir o crescimento dos custos unitários do trabalho. O endividamento do setor privado mantém-se ligeiramente aquém do

Graph A19: Debt across sectors in the economy



39  
Source: Eurostat

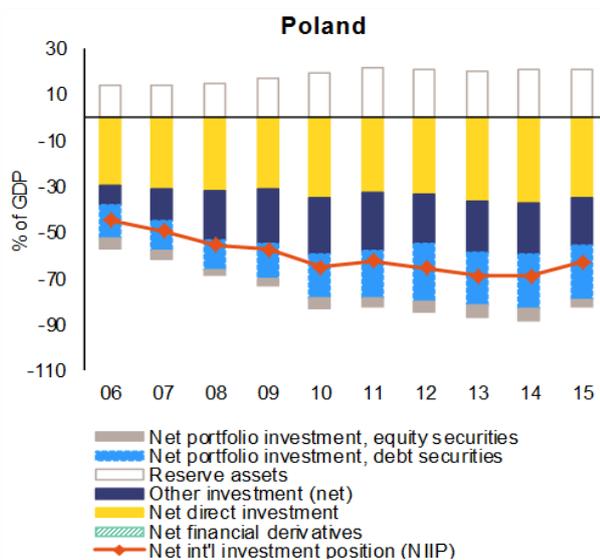
limiar e continua a diminuir em relação ao PIB devido ao desendividamento das sociedades não financeiras, pese um quadro caracterizado por baixas taxas de juro. A taxa de crescimento dos preços reais da habitação — cujos níveis eram já elevados — acelerou e, embora o indicador se mantenha dentro do limiar, esta circunstância justifica um acompanhamento atento. A dívida pública aumentou, também devido à morosidade da reestruturação dos bancos em dificuldades, o que pode ainda comportar alguns riscos para as finanças públicas. De um modo geral, o passivo do setor financeiro manteve-se estável, porque os bancos austríacos reduziram a sua exposição ao estrangeiro, também em virtude da qualidade relativamente menor dos ativos na Europa Central e Oriental, o que impõe um acompanhamento devido às eventuais repercussões para a economia nacional e as economias de países parceiros. A taxa de desemprego continua a aumentar sobretudo em consequência do aumento da oferta de mão de obra, mas é ainda das mais baixas da UE, apesar do aumento do desemprego de longa duração e do desemprego dos jovens.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com o desempenho externo e o setor bancário, mas os riscos afiguram-se controlados. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

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

O défice da balança corrente (média de 3 anos) continuou a diminuir, tendendo para o equilíbrio. Todavia, e apesar de uma melhoria substancial em 2015, a PLII permanece francamente negativa. A vulnerabilidade externa afigura-se limitada pelo facto de o investimento direto estrangeiro representar a maior parte do passivo externo. Em 2015, os ganhos acumulados das quotas de mercado das exportações evoluíram e os indicadores da competitividade dos custos apontam para alguns ganhos. Tanto a dívida do setor privado como a dívida pública são relativamente baixas e estáveis. Manteve-se a estabilidade do setor bancário, mas houve uma redução da rendibilidade. Os preços reais da habitação registaram um crescimento positivo limitado em 2014 e 2015 após diversos anos de correções. A taxa de desemprego prosseguiu a sua descida dentro do limiar indicativo.

Graph A20: Net International Investment Position



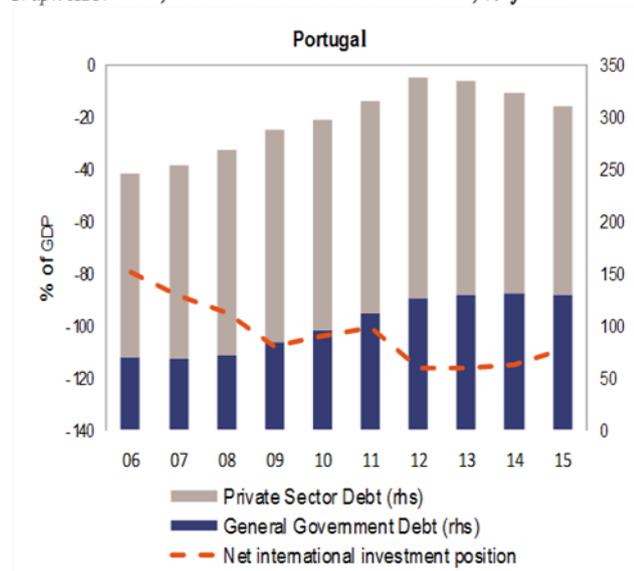
Source: Eurostat

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a posição externa, embora em geral os riscos continuem a ser limitados. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Portugal:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que Portugal *registava desequilíbrios macroeconómicos excessivos* relacionados com os grandes níveis de passivo externo, dívida privada e pública, uma proporção elevada de empréstimos improdutivos e desemprego elevado. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII), a dívida do setor privado, a dívida pública e o desemprego.

O saldo da balança corrente registou um pequeno excedente em 2015 e a PLII negativa melhorou ligeiramente mas continua muito elevada. Será necessário que a balança corrente registre excedentes substanciais durante um longo período para que se consiga alcançar uma posição externa mais sustentável. As perdas acumuladas de quotas de mercado das exportações foram parcialmente reconquistadas, para o que contribuiu também o contexto favorável da evolução da competitividade dos custos. O rácio da dívida privada mantém-se elevado, pelo que persistem as necessidades de mais desendividamento. No contexto de baixo crescimento potencial, o elevado nível da dívida pública implica riscos para a sustentabilidade a médio prazo, cria vulnerabilidades a choques adversos e aumenta os custos de financiamento. O volume elevado de empréstimos improdutivos das empresas, aliado à baixa rendibilidade, está a pressionar o setor bancário, criando entraves à afetação produtiva do crédito e do investimento. O ajustamento do mercado de trabalho está a progredir gradualmente, inclusive no que respeita ao desemprego dos jovens e ao desemprego de longa duração, que, no entanto, continuam a ser dos mais elevados da UE, o que aumenta os riscos de deterioração do capital humano.

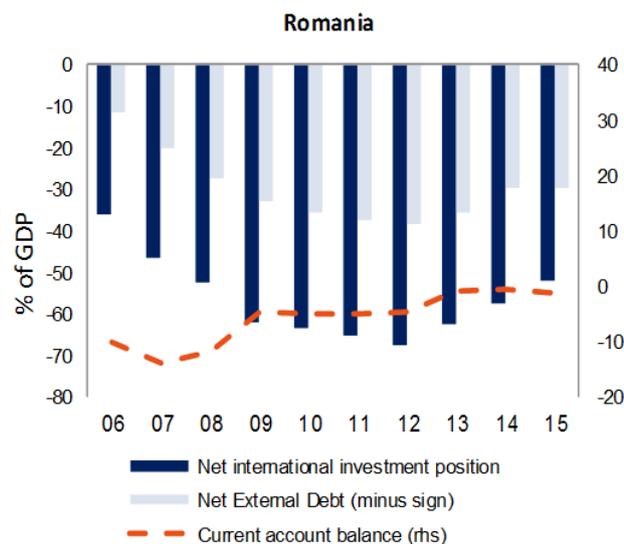
Graph A21: NIIP, Private Debt and Government Debt, % of GDP



Source: Eurostat

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a sustentabilidade externa, a dívida pública e privada, a vulnerabilidade do setor bancário e o processo de ajustamento do mercado de trabalho, num contexto de fraco crescimento da produtividade. Por conseguinte, a Comissão considera útil, tendo também em conta a identificação de um desequilíbrio excessivo em março, analisar mais aprofundadamente a persistência de riscos macroeconómicos e acompanhar os progressos na correção dos desequilíbrios excessivos.*

Graph A22: NIIP and CA balance



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

Source: Commission services

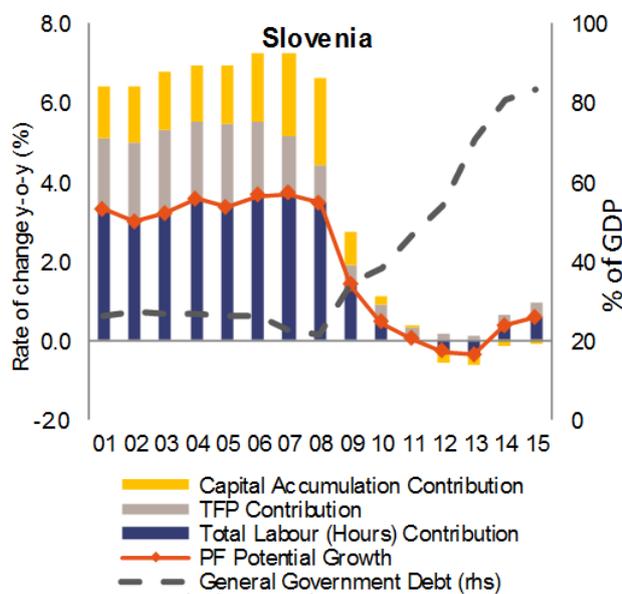
A balança corrente registou um pequeno défice em 2015, mas prevê-se que este venha a aumentar gradualmente em virtude da forte procura interna. A PLII negativa continuou a melhorar em 2015, na sequência de um crescimento relativamente forte do PIB. Quase metade da PLII consiste em investimento direto estrangeiro; a dívida externa líquida continuou a diminuir. Os ganhos acumulados no mercado das exportações continuam a ser substanciais, apesar das pequenas perdas sofridas em 2015. Os indicadores da competitividade dos custos melhoraram de forma moderada em 2015, atendendo à ligeira redução dos custos unitários do trabalho nominais, associada ao aumento da produtividade do trabalho e à depreciação da taxa de câmbio efetiva real. No entanto, a competitividade poderá vir a piorar se o atual ritmo de aumento salarial vier a ultrapassar os ganhos de produtividade. A situação geral do setor bancário tem vindo a melhorar e o setor continua a ter boa capitalização e liquidez. Além disso, o crédito ao setor privado deixou de estar em contração. Embora estejam a diminuir, os rácios dos empréstimos improdutivos são ainda elevados, e as iniciativas legislativas recorrentes a nível nacional repercutem-se na previsibilidade jurídica e poderão afetar negativamente a estabilidade das instituições bancárias. A dívida pública continua relativamente baixa e o desemprego está numa trajetória descendente. Todavia, as medidas orçamentais e a concessão de aumentos salariais *ad hoc* a algumas categorias de funcionários públicos apontam para uma expansão orçamental e uma política orçamental pró-cíclica em 2016-2017, que poderá deteriorar a evolução da dinâmica da dívida. A taxa de desemprego permaneceu inalterada em 2015, refletindo em parte os desafios estruturais que se colocam ao mercado de trabalho, e a taxa de atividade registou um pequeno aumento no contexto de um forte crescimento económico.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a posição externa e uma expansão orçamental. Atualmente, os riscos afiguram-se controlados, mas poderão aumentar em virtude de iniciativas políticas, inclusive no setor financeiro. A Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM, mas acompanhará de perto as iniciativas suscetíveis de afetar negativamente a estabilidade financeira.*

**Eslovénia:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Eslovénia registava *desequilíbrios macroeconómicos*, relacionados sobretudo com riscos orçamentais e vulnerabilidades provenientes do setor bancário e do endividamento das empresas. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores situam-se acima dos limiares indicativos, designadamente a posição líquida de investimento internacional e a dívida pública.

O excedente da balança corrente continuou a ser francamente positivo em 2015 e aumentou, dado que o investimento se manteve fraco. A posição líquida de investimento internacional melhorou de forma considerável e está a aproximar-se do limiar. O crescimento das exportações manteve a sua solidez e

Graph A23: *Potential Growth and Public Debt*



Source: Commission services

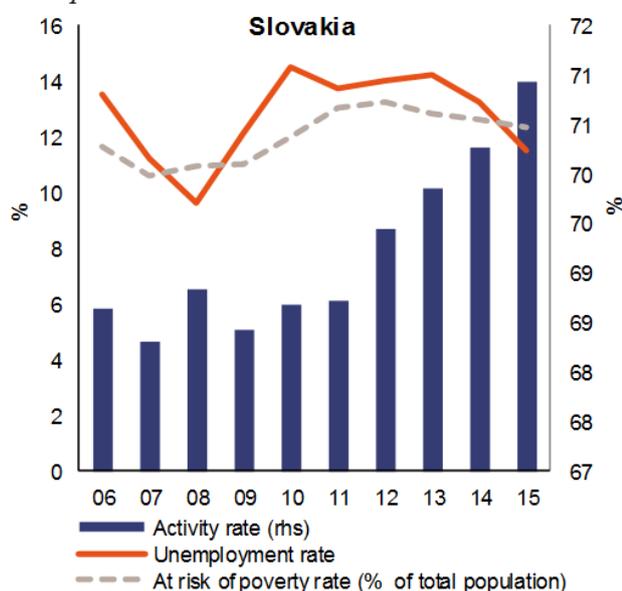
as perdas de quotas de mercado das exportações acumuladas em cinco anos baixaram substancialmente. O crescimento dos custos unitários do trabalho foi fraco e a taxa de câmbio efetiva real sofreu uma depreciação, o que contribuiu para reforçar a competitividade. O crescimento do crédito foi negativo e o desendividamento das empresas prosseguiu em 2015, mas as pressões estão a atenuar-se. A dívida pública é elevada mas deverá ter atingido o seu nível máximo em 2015. A situação no setor bancário continuou a estabilizar-se. Embora tenham continuado a diminuir, os empréstimos improdutivos mantêm-se ainda relativamente elevados e a rentabilidade dos bancos encontra-se sob pressão. Na sequência do sólido crescimento do PIB e das exportações que se verifica desde 2014, o mercado de trabalho melhorou em 2015. Em virtude da recuperação da procura de mão de obra no setor privado, a taxa de desemprego registou uma nova descida em 2015, o mesmo acontecendo com as taxas de desemprego de longa duração e de desemprego dos jovens.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com os níveis elevados do endividamento das empresas e da dívida pública e com o desempenho do setor bancário. Por conseguinte, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente os riscos inerentes à persistência de desequilíbrios ou à sua correção.*

**Eslováquia:** Nas anteriores rondas do PDM, *não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos* na Eslováquia. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores continuam a ultrapassar o limiar indicativo, designadamente a posição líquida de investimento internacional (PLII) e o desemprego.

A balança corrente melhorou consideravelmente nos últimos anos, e a média a três anos registou um pequeno excedente em 2015. No entanto, a melhoria da PLII está ser lenta, devido ao atual afluxo constante de investimento direto estrangeiro, que se prende sobretudo com a expansão do setor automóvel. O recente enfraquecimento da taxa de câmbio efetiva real, incluindo um ligeiro crescimento dos custos unitários do trabalho nominais, sustentou a competitividade dos custos, embora se tenham verificado ganhos cumulativos de quotas de mercado das exportações. No entanto, um mercado de trabalho em retração e a pressão crescente sobre o crescimento dos salários nominais poderão vir a exercer pressão sobre a competitividade dos custos nos próximos anos. Os fluxos de crédito para o setor privado foram intensos nos últimos anos, contribuindo para a trajetória em alta do rácio da dívida do setor privado que, no entanto, continua ainda a situar-se francamente dentro do limiar indicativo. Os preços reais da habitação, que atingiram o seu nível mais baixo em 2013, registaram um crescimento positivo significativo em 2015, embora a partir de um nível baixo. Uma nova aceleração do crédito para a aquisição de habitação numa conjuntura de baixas

Graph A24: Labour market and social indicators



Source: Eurostat

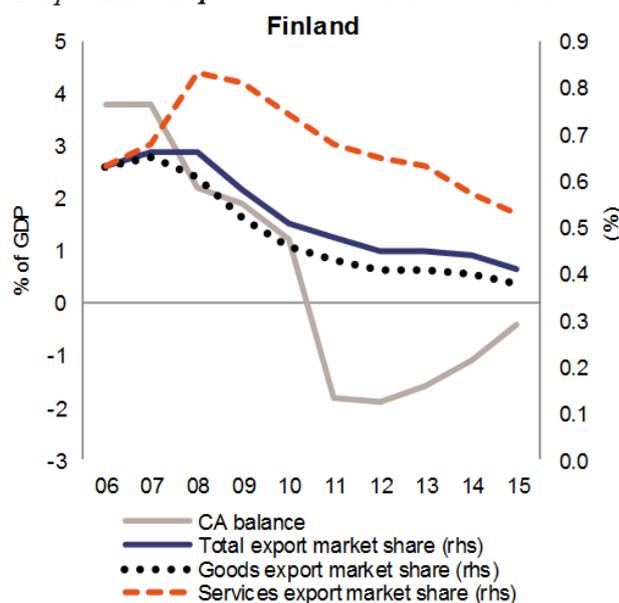
taxas poderá resultar num aumento mais rápido dos preços da habitação nos próximos anos. O rácio da dívida pública diminuiu ligeiramente em 2015. O setor bancário, em grande parte sob controlo estrangeiro, está bem capitalizado. A taxa de desemprego está a melhorar. Apesar de se ter assistido a uma melhoria gradual das taxas de atividade desde 2012, o desemprego estrutural constitui um desafio importante.

*Em geral, a leitura económica aponta para problemas relacionados com aspetos externos, que suscitam contudo riscos limitados, ao passo que o desemprego estrutural continua a constituir um desafio. Por conseguinte, a Comissão não procederá, nesta fase, a uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Finlândia:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Finlândia *apresentava desequilíbrios macroeconómicos*, nomeadamente no que se refere à competitividade e ao desempenho externo. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, designadamente a perda de quotas de mercado das exportações, o nível da dívida do setor privado e da dívida pública, bem como o aumento do desemprego de longa duração e do desemprego dos jovens.

O défice da balança corrente, que diminuiu novamente em 2015, deverá manter-se a níveis semelhantes nos próximos anos. A posição líquida de investimento internacional tem vindo a deteriorar-se mas mantém-se próxima do equilíbrio. As perdas acumuladas de quotas de mercado das exportações desde a crise económica e financeira continuam a ser substanciais, apesar da recente melhoria dos indicadores da competitividade dos custos. Em 2015, houve uma intensificação das perdas de quota de mercado, que foram das mais fracas da UE, devido às mudanças estruturais em curso na economia e à sensibilidade das exportações à recessão na Rússia. Em 2016, os parceiros sociais acordaram num pacto de competitividade que deverá melhorar a competitividade dos custos a partir de 2017. Após uma relativa estabilidade desde 2009, a dívida do setor privado aumentou consideravelmente em 2015 e as condições de crédito favoráveis, as baixas taxas de juro e a ligeira descida dos preços reais da habitação sustentaram o forte crescimento do crédito. O setor financeiro continua a ter uma boa capitalização, o que limita os riscos para a estabilidade financeira. A dívida pública está agora para além do limiar de 60 % do PIB. O desemprego voltou a aumentar em 2015, mas deverá diminuir no futuro. O crescimento do desemprego dos jovens começou recentemente a abrandar, mas o desemprego de longa duração continua a aumentar.

Graph A25: *Export market shares and CA balance*



Source: Eurostat

*Em geral, a leitura económica assinala desafios relacionados com a competitividade dos preços e de outros fatores num contexto de reestruturação setorial. Por conseguinte, tendo*

também em conta que foi detetado um desequilíbrio em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios e a sua correção.

**Suécia:** Em março de 2016, a Comissão concluiu que a Suécia registava desequilíbrios macroeconómicos, relacionados sobretudo com a elevada e crescente dívida das famílias, associada aos preços da habitação elevados e em crescimento. No painel de avaliação atualizado, diversos indicadores situam-se acima dos limiares indicativos, designadamente as perdas de quotas de mercado das exportações, bem como a dívida do setor privado e o crescimento dos preços reais da habitação.

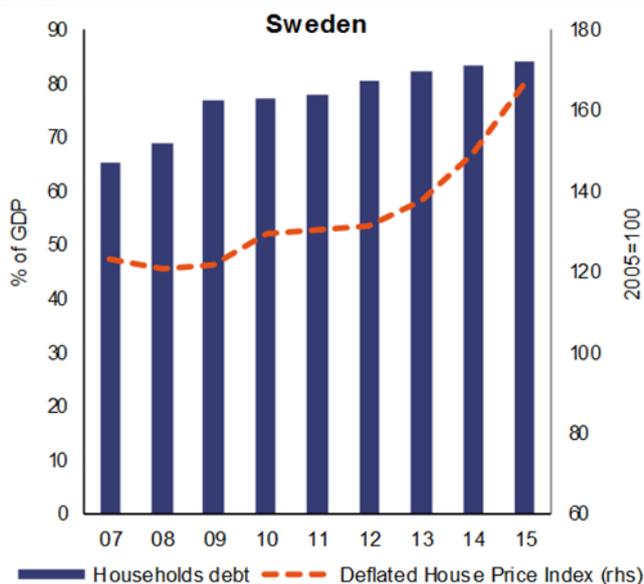
O excedente da balança corrente continua elevado, mas mantém-se dentro do limiar, o que espelha sobretudo o elevado nível da poupança privada.

A posição líquida de investimento internacional (PLII) tem vindo a melhorar gradualmente e tornou-se positiva em 2015. As perdas acumuladas de quotas de mercado das exportações ultrapassam o limiar e, em 2015, registaram-se algumas perdas suplementares limitadas. Os indicadores da competitividade dos custos evoluíram favoravelmente em 2015, dado o crescimento controlado dos custos unitários do trabalho e a depreciação da taxa de câmbio efetiva real (TCER). As perdas globais de quotas de mercado das exportações têm na origem a fraca procura externa e não tanto problemas de competitividade. A dívida do setor privado, que, em geral, é estável, figura entre as mais altas da UE, estando os riscos relacionados sobretudo com o elevado endividamento das famílias. O crescimento do crédito intensificou-se em 2015 e os preços reais da habitação, já de si elevados, voltaram a disparar. Os preços da habitação e o endividamento das famílias continuam a ser alimentados pelo tratamento fiscal favorável dos empréstimos para aquisição de habitação própria, os aspetos específicos do mercado hipotecário e as baixas taxas de juro do crédito hipotecário. Do lado da oferta, os entraves à nova construção continuam a constituir um problema. Apesar do nível elevado de endividamento das famílias, os riscos no setor bancário afiguram-se estar controlados, porque a qualidade dos ativos e a rentabilidade continuam a ser elevadas e a situação financeira das famílias é, em geral, sólida. O desemprego desceu em 2015 e mantém uma ligeira tendência descendente, graças à evolução positiva das condições de crescimento.

*Em geral, a leitura económica assinala problemas relacionados com a elevada dívida privada e a evolução do setor da habitação. Por conseguinte, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em março, a Comissão considera útil analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Reino Unido:** Na ronda anterior do PDM, não foram identificados quaisquer desequilíbrios macroeconómicos no Reino Unido. No painel de avaliação atualizado, vários indicadores

Graph A26: Households' debt and House Price Index

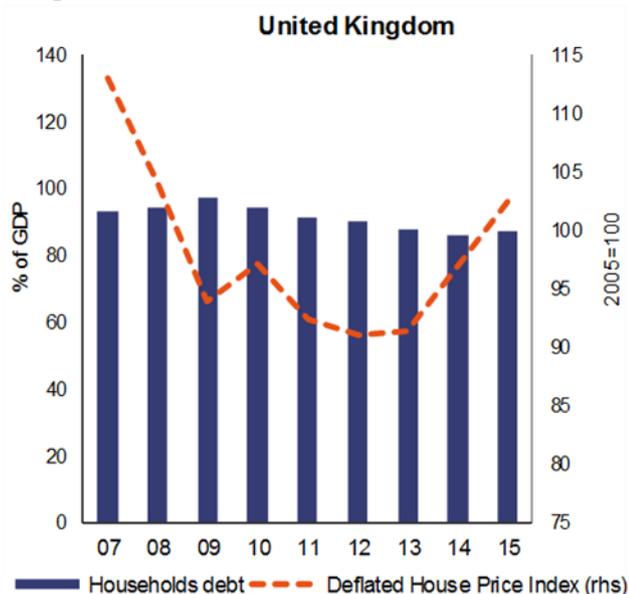


Source: Eurostat

situam-se acima dos limiares indicativos, designadamente o défice da balança corrente, a taxa de câmbio efetiva real, a dívida do setor privado e a dívida pública.

O défice da balança corrente continuou a aumentar em 2015, impulsionado pelo agravamento do défice dos rendimentos primários e o indicador continua a superar o limiar. Embora seja negativa, a posição líquida de investimento internacional melhorou ligeiramente. A variação acumulada da quota de mercado das exportações melhorou de forma significativa e atualmente revela ganhos. Apesar de um crescimento moderado dos custos unitários do trabalho, o indicador da taxa de câmbio efetiva real registou apreciou-se em 2015 e subiu ligeiramente acima do limiar, refletindo o vigor da libra esterlina até ao final de 2015, data a partir da qual esta enfraqueceria significativamente. Em geral, a dívida do setor privado em

Graph A27: *Households' debt and House Price Index*



Source: Eurostat

relação ao PIB continuou a diminuir ligeiramente, embora seja ainda elevada e o endividamento das famílias tenha começado a aumentar de novo. Os preços reais da habitação, cujos níveis já eram elevados, continuam a aumentar. Embora o ritmo de crescimento tenha de alguma forma abrandado, esta situação justifica um acompanhamento atento. A dívida pública manteve-se praticamente estável em 2015, mas o nível elevado continua a ser motivo de preocupação. O forte crescimento do emprego continuou a ser acompanhado pela descida do desemprego de longa duração e do desemprego dos jovens.

*Em geral, a leitura económica assinala alguns problemas relacionados com o mercado habitação e a vertente externa da economia, embora os riscos para a estabilidade a curto prazo se afigurem limitados. Não obstante, o resultado do referendo sobre a saída da UE suscitou incertezas políticas e económicas relativamente ao futuro. Em conclusão, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

Quadro 1.1: Painel de avaliação PDM 2015

Ano 2015	Desequilíbrios e competitividade externos					Desequilíbrios internos						Indicadores de emprego <sup>1</sup>		
	Saldo da balança corrente - em % do PIB (média de 3 anos)	Posição líquida de investimento internacional (% do PIB)	Taxa de câmbio efetiva real - 42 parceiros comerciais, deflacionador do IHPC (evolução ao longo de 3 anos, em %)	Quota de mercado no setor das exportações - % das exportações mundiais (evolução ao longo de 5 anos, em %)	Índice do custo unitário do trabalho nominal (2010=100) (evolução ao longo de 3 anos, em %)	Índice de preços da habitação (2010=100), deflacionados (variação homóloga, em %)	Fluxo de crédito ao setor privado, consolidado (% do PIB)	Dívida do setor privado, consolidada (% do PIB)	Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	Taxa de desemprego (média de 3 anos)	Passivo total do setor financeiro, não consolidado (variação homóloga, em %)	Taxa de atividade % da população total com idade entre 15 e 64 anos (evolução ao longo de 3 anos, em pontos percentuais)	Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15 e 74 anos (evolução ao longo de 3 anos, em pontos)	Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15 e 24 anos (evolução ao longo de 3 anos, em pontos)
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	-0.2□	61.3□	-1,2	-11.3□	1,5	1.3p□	4,5	166,3	105,8	8,5	-1.0□	0.7□	1,0	2,3
BG	0.6□	-60.0□	-4,1	12.8□	14.9p	1.6bp□	-0,3	110,5	26,0	11,2	7.0□	2.2□	-1,2	-6,5
CZ	0.2□	-30.7□	-8,0	0.1□	0,5	3.9p□	0,9	68,6	40,3	6,1	7.7□	2.4□	-0,6	-6,9
DK	8.8□	39.0□	-1,5	-8.8□	4,9	6.3□	-3,3	212,8	40,4	6,6	-2.0□	-0.1□	-0,4	-3,3
DE	7.5□	48.7□	-1,4	-2.8□	5,7	4.1□	3,0	98,9	71,2	4,9	2.8□	0.4□	-0,4	-0,8
EE	0.9□	-40.9□	6,4	8.5□	14,4	6.8□	3,3	116,6	10,1	7,4	8.1□	1.9□	-3,1	-7,8
IE	4.7*□	-208.0*□	-5,9	38.3*□	-18,1	8.3□	-6,7	303,4	78,6	11,3	9.5□	0.8□	-3,7	-9,5
EL	-1.2□	-134.6□	-5,5	-20.6□	-11.1p	-3.5e□	-3,1	126,4	177,4	26,3	15.7□	0.3□	3,7	-5,5
ES	1.3□	-89.9□	-2,9	-3.5□	-0.7p	3.8□	-2,7	154,0	99,8	24,2	-2.1□	0.0□	0,4	-4,6
FR	-0.7□	-16.4□	-2,7	-5.4□	2.5p	-1.3□	4,4	144,3	96,2	10,3	1.8□	0.8□	0,6	0,3
HR	2.7□	-77.7□	0,1	-3.5□	-5,0	-2.4□	-1,3	115,0	86,7	17,0	2.1□	2.9□	0,1	0,9
IT	1.5□	-23.6□	-2,2	-8.9□	1,5	-2.6p□	-1,7	117,0	132,3	12,2	1.7□	0.5□	1,3	5,0
CY	-4.1□	-130.3□	-6,2	-16.8□	-10.5p	2.9bp□	4,4	353,7	107,5	15,7	2.8□	0.4□	3,2	5,1
LV	-1.8□	-62.5□	3,1	10.5□	16,0	-2.7□	0,7	88,8	36,3	10,9	12.2□	1.3□	-3,3	-12,2
LT	0.9□	-44.7□	4,0	15.5□	11,6	4.6□	2,2	55,0	42,7	10,5	6.7□	2.3□	-2,7	-10,4
LU	5.3□	35.8□	-0,5	22.9□	0,6	6.1□	24,2	343,1	22,1	6,1	15.5□	1.5b□	0,3	-1,4
HU	3.0□	-60.8□	-6,9	-8.0□	3,9	11.6□	-3,1	83,9	74,7	8,2	0.4□	4.9□	-1,9	-10,9
MT	4.3□	48.5□	-0,2	-8.8□	3,9	2.8p□	5,4	139,1	64,0	5,9	1.3□	4.5□	-0,7	-2,3
NL	9.1□	63.9□	-0,6	-8.3□	0.2p	3.6□	-1.6p	228.8p	65,1	7,2	3.2p□	0.6□	1,1	-0,4
AT	2.1□	2.9□	1,8	-9.6□	6,1	3.5□	2,1	126,4	85,5	5,6	0.6□	0.4□	0,5	1,2
PL	-1.3□	-62.8□	-1,0	9.7□	-0.4p	2.8□	3,2	79,0	51,1	8,9	2.4□	1.6□	-1,1	-5,7
PT	0.7□	-109.3□	-2,8	2.8□	0.0e	2.3□	-2,3	181,5	129,0	14,4	-1.6□	0.0□	-0,5	-6,0
RO	-1.0□	-51.9□	2,7	21.1□	0.5p	1.7□	0,2	59,1	37,9	6,9	4.1□	1.3□	0,0	-0,9
SI	5.4□	-38.7□	0,6	-3.6□	-0,6	1.5□	-5,1	87,3	83,1	9,6	-3.4□	1.4□	0,4	-4,3
SK	1.1□	-61.0□	-0,7	6.7□	2,2	5.5□	8,2	81,4	52,5	13,0	4.5□	1.5□	-1,8	-7,5
FI	-1.0□	0.6□	2,3	-20.5□	3,6	-0.4□	9,5	155,7	63,6	8,8	1.5□	0.6□	0,7	3,4
SE	5.0□	4.1□	-7,9	-9.3□	3,6	12.0□	6,5	188,6	43,9	7,8	2.3□	1.4□	0,0	-3,3
UK	-4.8□	-14.4□	11,3	1.0□	1,7	5.7□	2,5	157,8	89,1	6,3	-7.8□	0.8□	-1,1	-6,6

Referências: b: quebra na série cronológica; e: estimada; p: provisória.

Nota: \* A mudança de nível deve-se à transferência para a Irlanda dos balanços de grandes empresas multinacionais e à inclusão das operações correspondentes nas estatísticas da BdP e do PII da Irlanda. 1) Ver página 2 do RMA 2016. 2) Índice de preços da habitação e = fonte BCN da EL. 3) O nível da TFSL na Grécia é mais elevado do que aquilo que, de outro modo, se teria registado, porque as disponibilidades dos bancos sob a forma de títulos de dívida a curto prazo emitidos por bancos beneficiaram de um melhor tratamento.

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat e Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (no que se refere à taxa de câmbio efetiva real), e Fundo Monetário Internacional

**Quadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2015**

Ano 2015	PIB real (variação homóloga, em %)	Formação bruta de capital fixo (% do PIB)	Despesas internas brutas em I&D (% do PIB)	Balança corrente e de capital (capacidade/necessidade líquida de financiamento) (% do PIB)	Dívida externa líquida (% do PIB)	Investimento direto estrangeiro - fluxos na economia declarante (% do PIB)	Investimento direto estrangeiro - volume na economia declarante (% do PIB)	Saldo da balança comercial de produtos de energia (% do PIB)	Taxa de câmbio efetiva real - parceiros comerciais da área do euro (evolução ao longo de 3 anos, em %)	Desempenho das exportações e relativas às economias avançadas (evolução ao longo de 5 anos, em %)	Termos de troca (evolução ao longo de 5 anos, em %)	Quotas de mercado no setor das exportações, em volume (variação homóloga, em %)	Produtividade do trabalho (variação homóloga, em %)	Índice do custo unitário do trabalho nominal (2010=100) (evolução ao longo de 10 anos, em %)	Unit labour cost performance relativo EA (evolução ao longo de 10 anos, em %)	Índice de preços da habitação (2010=100), nominais (evolução ao longo de 3 anos, em %)	Construção de habitação (% do PIB)	Dívida do setor privado, não consolidada (% do PIB)	Alavancagem do setor financeiro, não consolidada (dívida-capital próprio, em %)
BE	1,5	23,0	na□	0,5□	-67,7□	-4,7□	213,6□	-2,8	0,2	-9,4□	0,1	1,6	0,6□	20,5	4,0	2,3p□	5,8	218,8	176,5
BG	3,6	21,0	1,0p□	3,5□	3,4□	3,7□	88,9□	-3,8	-3,9	15,2□	3,5	3,0	3,3p□	78,4p	51,2	2,0bp□	1,4	121,5	494,3
CZ	4,5	26,3	na□	3,2□	-9,8□	1,3□	74,2□	-2,5	-8,0	2,3□	0,7	5,0	3,1□	14,1	-2,8	6,6p□	3,4	77,0	516,4
DK	1,0	19,0	na□	9,0□	3,6□	0,7□	49,8□	0,1	-1,3	-6,8□	0,7	-2,4	-0,1□	26,0	7,4	15,3□	4,0	218,9	159,9
DE	1,7	19,9	2,9ep□	8,4□	-10,2□	1,4□	41,0□	-2,0	0,5	-0,7□	2,0	2,5	0,8□	15,1	-1,6	11,4□	5,9	106,1	368,0
EE	1,4	23,7	1,5p□	4,3□	-10,3□	-2,9□	99,9□	-1,4	1,6	10,8□	2,8	-3,3	-1,4□	72,0	42,1	34,5□	4,4	130,9	366,1
IE	26,3	21,2	na□	9,7*□	-289,0*□	72,3*□	495,9*□	-1,6	-1,3	41,2*□	3,6	31,7	23,2□	-14,9	-22,7	30,7□	1,9	323,6	80,6
EL	-0,2p	11,5p	1,0p□	1,2□	138,1□	0,6□	14,5□	-2,2p	-5,2	-18,9□	5,8p	0,7p	-0,7p□	-0,2p	-12,6	-21,7e□	0,7p	126,4	1359,6
ES	3,2p	19,7p	na□	2,0□	93,1□	2,1□	59,8□	-2,1p	-1,3	-1,5□	-4,7p	2,2p	0,7p□	8,9p	-6,2	-5,6□	4,4p	173,1	468,4
FR	1,3p	21,5p	na□	-0,1□	37,3□	1,5□	43,3□	-1,8p	-0,4	-3,4□	2,1p	3,4p	0,8p□	17,9p	1,9	-4,9□	5,8p	183,3	356,6
HR	1,6	19,5	0,9□	5,6□	52,7□	0,4□	55,0□	-3,5	-1,1	-1,5□	0,6	7,3	0,1□	23,3	-4,1	-8,2□	na	140,2	427,0
IT	0,7	16,6	na□	1,8□	59,7□	0,7□	25,6□	-2,0	-0,5	-7,0□	2,1	1,6	0,2□	17,6	3,0	-12,2p□	4,4	120,1	657,3
CY	1,7p	13,3p	na□	-2,6□	133,4□	41,0□	911,2□	-4,2p	-2,4	-15,0□	-0,8p	-2,7	0,9p□	5,4p	-4,1	-4,6bp□	4,3p	354,9	85,0
LV	2,7	22,6	0,6p□	2,0□	28,6□	2,8□	60,1□	-2,9	-2,0	12,8□	0,2	-0,1	1,4□	71,7	39,1	9,5□	1,8	97,6	625,4
LT	1,8	19,3	1,0p□	0,7□	26,4□	2,3□	40,0□	-3,5	-1,4	17,9□	2,2	-3,1	0,5□	35,3	10,0	11,7□	2,8	57,5	467,9
LU	3,5	19,0	na□	4,1□	-2220,9□	766,4□	8616,9□	-3,1	0,3	25,5□	0,0	10,1	0,9□	29,8	11,1	15,5□	3,9	425,1	53,9
HU	3,1	21,7	1,4□	7,8□	23,0□	-2,2□	222,1□	-4,2	-7,1	-6,0□	-0,2	5,0	0,5□	24,4	8,8	13,0□	1,9	99,1	114,1
MT	6,2	25,4	0,8p□	4,9□	-262,7□	25,8□	1867,3□	-9,8	1,0	-6,8□	0,8	-0,6	2,7□	29,8	10,7	6,2p□	3,4	204,7	37,1
NL	2,0p	19,4p	na□	3,6□	40,0□	13,4□	580,5□	-1,0p	1,0	-6,4□	-0,9p	2,3p	1,0p□	15,3p	1,5	-1,9□	3,7p	236,3p	129,7p
AT	1,0	22,6	3,1ep□	1,4□	20,1□	1,1□	80,9□	-2,3	2,3	-7,7□	-0,2	0,9	0,3□	23,3	5,7	14,2□	4,3	145,1	186,7
PL	3,9	20,1	1,0□	1,7□	35,7□	3,0□	48,6□	-1,6	-1,9	12,1□	2,8	5,0	2,5p□	17,0p	2,5	-2,0□	3,1	83,4	305,9
PT	1,6e	15,3e	na□	1,7□	100,8□	0,3□	71,7□	-2,3e	-1,0	5,0□	4,8e	3,4e	0,2e□	0,6e	-12,4	5,4□	2,5e	195,9	372,0
RO	3,7p	24,7p	na□	1,2□	24,5□	2,4□	42,6□	-0,9p	2,4	23,7□	6,1p	2,8p	4,6p□	43,9p	23,6	0,5□	na	61,2	391,5
SI	2,3	19,5	na□	6,1□	31,2□	3,9□	34,5□	-2,9	-0,7	-1,5□	0,7	2,9	1,2□	19,9	1,1	-10,8□	2,3	96,0	402,6
SK	3,8	23,0	1,2□	3,8□	27,3□	1,3□	60,5□	-3,5	-1,2	8,9□	-3,2	4,3	1,8□	16,1	-1,2	7,8□	2,3	83,7	831,7
FI	0,2	20,4	2,9p□	-0,3□	43,9□	7,3□	58,0□	-1,5	1,1	-18,8□	2,7	-2,9	0,6□	28,1	8,8	0,8□	5,5	182,8	299,4
SE	4,1	23,7	na□	5,0□	46,3□	3,4□	78,0□	-0,9	-7,8	-7,4□	0,6	2,9	2,6□	25,1	6,8	30,5□	4,5	234,9	184,5
UK	2,2	16,9	na□	-5,4□	na	1,8□	74,3□	-0,6	14,0	3,1□	3,5	1,8	0,5□	21,9	3,6	17,4□	3,7	161,1	628,3

Referências: b: quebra na série cronológica, e: estimada, p: provisória, na: não disponível.

Nota: \* A mudança de nível deve-se à transferência para a Irlanda dos balanços de grandes empresas multinacionais e à inclusão das operações correspondentes nas estatísticas da BdP e do PII da Irlanda. † Índice de preços da habitação = fonte BCN no que diz respeito à EL. 2) O prazo oficial de transmissão dos dados de 2015 relativos à despesa interna bruta em I&D foi 31 de outubro de 2016; neste documento foram utilizados os dados transmitidos ao Eurostat até 24 de outubro de 2016.

Fonte: Eurostat, Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros (no que se refere à taxa de câmbio efetiva real), e dados do Fundo Monetário Internacional, Perspetivas da Economia Mundial (série sobre exportações mundiais).

**Quadro 2.1 (continuação): Indicadores auxiliares, 2015**

Ano 2015	Taxa de emprego (variação homóloga, em %)	Taxa de atividade - % da população total com idade entre 15 e 64 anos (%)	Taxa de desemprego de longa duração - % da população ativa com idade entre 15 e 74 anos (%)	Taxa de desemprego dos jovens - % da população ativa com idade entre 15 e 24 anos (%)	Jovens não empregados nem integrados em sistemas de ensino ou formação - % da população total com idade entre 15 e 24 anos		Pessoas em risco de pobreza ou exclusão social - % da população total		Pessoas em risco de pobreza após transferências sociais - % da população total		Pessoas em situação de grave privação material - % da população total		Pessoas que vivem em agregados familiares com uma intensidade de trabalho muito baixa - % da população total com idade entre 0 e 59 anos	
					%	evolução ao longo de 3 anos, em pontos percentuais	%	evolução ao longo de 3 anos, em pontos percentuais	%	evolução ao longo de 3 anos, em pontos percentuais	%	evolução ao longo de 3 anos, em pontos percentuais	%	evolução ao longo de 3 anos, em pontos percentuais
BE	0.9□	67.6□	4,4	22,1	12,2	-0,1	21.1□	-0.5□	14.9□	-0.4□	5.8p□	-0.5p□	14.9□	1.0□
BG	0.4p□	69.3□	5,6	21,6	19,3	-2,2	41.3□	-8.0□	22.0□	0.8□	34.2□	-9.9□	11.6□	-0.9□
CZ	1.4□	74.0□	2,4	12,6	7,5	-1,4	14.0□	-1.4□	9.7□	0.1□	5.6□	-1.0□	6.8□	0.0□
DK	1.1□	78.5□	1,7	10,8	6,2	-0,4	17.7□	0.2□	12.2□	0.2□	3.7□	1.0□	11.6□	1.4□
DE	0.9□	77.6□	2,0	7,2	6,2	-0,9	20.0□	0.4□	16.7□	0.6□	4.4□	-0.5□	9.8□	-0.1□
EE	2.9□	76.7□	2,4	13,1	10,8	-1,4	24.2□	0.8□	21.6□	4.1□	4.5□	-4.9□	6.6□	-2.5□
IE	2.5□	70.0□	5,3	20,9	14,3	-4,4	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□
EL	0.5p□	67.8□	18,2	49,8	17,2	-3,0	35.7□	1.1□	21.4□	-1.7□	22.2p□	2.7p□	16.8□	2.6□
ES	2.5p□	74.3□	11,4	48,3	15,6	-3,0	28.6□	1.4□	22.1□	1.3□	6.4p□	0.6p□	15.4□	1.1□
FR	0.5p□	71.5□	4,3	24,7	12,0	-0,5	17.7□	-1.4□	13.6□	-0.5□	4.5□	-0.8□	8.6□	0.2□
HR	1.5□	66.8□	10,3	43,0	18,5	1,9	29.1□	-3.5□	20.0□	-0.4□	13.7□	-2.2□	14.4□	-2.3□
IT	0.6□	64.0□	6,9	40,3	21,4	0,4	28.7□	-1.2□	19.9□	0.4□	11.5□	-3.0□	11.7□	1.1□
CY	0.8p□	73.9□	6,8	32,8	15,3	-0,7	28.9□	1.8□	16.2□	1.5□	15.4□	0.4□	10.9□	4.4□
LV	1.3□	75.7□	4,5	16,3	10,5	-4,4	30.9□	-5.3□	22.5□	3.3□	16.4□	-9.2□	7.8□	-3.9□
LT	1.3□	74.1□	3,9	16,3	9,2	-2,0	29.3□	-3.2□	22.2□	3.6□	13.9□	-5.9□	9.2□	-2.2□
LU	2.6□	70.9b□	1,9	16,6	6.2b	0.3b	18.5□	0.1□	15.3□	0.2□	2.0□	0.7□	5.7□	-0.4□
HU	2.6□	68.6□	3,1	17,3	11.6b	-3.2b	28.2□	-5.3□	14.9□	0.6□	19.4□	-6.9□	9.4□	-4.1□
MT	3.4□	67.6□	2,4	11,8	10,4	-0,2	22.4□	-0.7□	16.3□	1.2□	8.1□	-1.1□	9.2□	0.2□
NL	0.9p□	79.6□	3,0	11,3	4,7	-0,2	16.8p□	1.8p□	12.1p□	2.0p□	2.5p□	0.2p□	10.2□	1.3□
AT	0.6□	75.5□	1,7	10,6	7,5	0,7	18.3□	-0.2□	13.9□	-0.5□	3.6□	-0.4□	8.2□	0.5□
PL	1.4p□	68.1□	3,0	20,8	11,0	-0,8	23.4□	-3.3□	17.6□	0.5□	8.1□	-5.4□	6.9□	0.0□
PT	1.4e□	73.4□	7,2	32,0	11,3	-2,6	26.6□	1.3□	19.5□	1.6□	9.6p□	1.0p□	10.9□	0.8□
RO	-0.9p□	66.1□	3,0	21,7	18,1	1,3	37.3□	-5.9□	25.4□	2.5□	22.7□	-8.4□	7.9□	0.0□
SI	1.1□	71.8□	4,7	16,3	9,5	0,2	19.2□	-0.4□	14.3□	0.8□	5.8□	-0.8□	7.4□	-0.1□
SK	2.0□	70.9□	7,6	26,5	13,7	-0,1	18.4□	-2.1□	12.3□	-0.9□	9.0□	-1.5□	7.1□	-0.1□
FI	-0.4□	75.8□	2,3	22,4	10,6	2,0	16.8□	-0.4□	12.4□	-0.8□	2.2p□	-0.7p□	10.8□	1.5□
SE	1.5□	81.7□	1,5	20,4	6,7	-1,1	16.0□	0.4□	14.5□	0.4□	0.7□	-0.6□	5.8□	0.1□
UK	1.8□	76.9□	1,6	14,6	11,1	-2,8	23.5□	-0.6□	16.7□	0.7□	6.1□	-1.7□	11.9□	-1.1□

Referências: b: quebra na série cronológica. e: estimada. p: provisória.

Nota: †) IE: O prazo oficial de transmissão dos dados de 2015 relativos às pessoas em risco de pobreza ou exclusão social é 30 de novembro de 2016; os dados foram extraídos em 24 de outubro de 2016.

Fonte: Comissão Europeia, Eurostat