



Bruxelas, 28.11.2012  
COM(2012) 751 final

**RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU, AO CONSELHO, AO  
BANCO CENTRAL EUROPEU, AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU,  
AO COMITÉ DAS REGIÕES E AO BANCO EUROPEU DE INVESTIMENTO**

**sobre o relatório do mecanismo de alerta 2013,**

**elaborado em conformidade com os artigos 3.º e 4.º do regulamento relativo à prevenção  
e correção dos desequilíbrios macroeconómicos**

{SWD(2012) 420 final}

{SWD(2012) 421 final}

## 1. INTRODUÇÃO

A existência de desequilíbrios macroeconómicos persistentes que conduziram a défices e excedentes externos elevados e duráveis, à perda continuada de competitividade e ao aumento do endividamento tem sido um dos elementos essenciais da crise económica e o processo em curso de correção desses desequilíbrios e de ajustamento está a reconfigurar o panorama económico. Tais desequilíbrios continuam a ser fatores determinantes dos desafios macroeconómicos para os Estados-Membros em causa e produzem efeitos que agravam as ameaças que pesam sobre a área do euro. Em dezembro de 2011, entrou em vigor o pacote de seis medidas, que inclui os dois regulamentos que instituem o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM)<sup>1</sup>. A atividade de supervisão que incide nos desequilíbrios no âmbito do PDM faz parte do «Semestre Europeu», que adota uma estratégia de supervisão macroeconómica integrada e virada para o futuro. O PDM foi plenamente aplicado pela primeira vez em 2012. Em 14 de fevereiro de 2012, foi dado o primeiro passo no PDM quando a Comissão publicou o primeiro relatório do mecanismo de alerta<sup>2</sup>. Em 30 de maio de 2012, foram publicadas análises aprofundadas para 12 Estados-Membros<sup>3</sup>, tendo-se concluído que existiam desequilíbrios macroeconómicos nesses 12 Estados-Membros. No conjunto das recomendações específicas por país, formuladas pelo Conselho em julho, no âmbito do Semestre Europeu, foram integradas as respostas políticas adequadas aos desequilíbrios detetados<sup>4</sup>.

O presente relatório é o segundo relatório do mecanismo de alerta, que marca o início do PDM para o Semestre Europeu de 2013.

O relatório do mecanismo de alerta é o instrumento de escrutínio inicial com o qual a Comissão identifica os Estados-Membros onde, na sua opinião, a evolução da situação justifica um exame mais aprofundado para determinar a existência ou o risco de desequilíbrios. Note-se que não é no relatório do mecanismo de alerta, mas sim nas análises aprofundadas subsequentes, que os vetores da evolução observada são analisados em pormenor<sup>5</sup>. Com base nas análises aprofundadas, a Comissão determinará se existem desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos e apresentará recomendações políticas. Esta segunda ronda do PDM irá integrar as conclusões extraídas do ciclo anterior e tomar em conta o facto de as condições económicas gerais não terem melhorado. Está previsto que as análises aprofundadas sejam publicadas na primavera, antes do pacote do Semestre Europeu de maio.

O relatório do mecanismo de alerta baseia-se num painel de indicadores. A avaliação do risco - ou da eventual existência - de desequilíbrios nos Estados-Membros não decorre da aplicação mecânica dos indicadores do painel. O painel é complementado por informações e indicadores adicionais, tendo devidamente em conta as circunstâncias e as instituições nacionais, bem como as conclusões das análises aprofundadas de maio de 2012. No que se refere à configuração do painel, foi acrescentado ao conjunto inicial de dez indicadores um indicador

---

<sup>1</sup> Regulamento (UE) n.º 1176/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 306 de 23.11.2011, p. 25) e Regulamento (UE) n.º 1174/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 306 de 23.11.2011, p. 8).

<sup>2</sup> COM(2012) 68 final de 14.2.2012.

<sup>3</sup> Esses Estados-Membros eram a Bélgica, a Bulgária, a Dinamarca, a Espanha, a França, a Itália, Chipre, a Hungria, a Eslovénia, a Finlândia, a Suécia e o Reino Unido (ver *European Economy-Occasional Papers*, 99 a 110, e a Comunicação da Comissão «Ação para a estabilidade, o crescimento e o emprego», COM(2012) 299 final de 30.5.2012).

<sup>4</sup> Recomendações do Conselho de 10 de julho de 2012 (2012/C 219/01 a 27) (JO C 219 de 24.7.2012).

<sup>5</sup> No âmbito do Comité da Política Económica, os Estados-Membros e a Comissão estão a trabalhar no sentido de reforçar os quadros e as ferramentas de análise dos desequilíbrios. Esse trabalho abrange, por exemplo, as questões ligadas à habitação, ao endividamento e à avaliação da posição externa.

relativo ao setor financeiro, em resposta ao pedido do Conselho e do Parlamento Europeu para que seja dada maior atenção ao setor financeiro. O anexo 1 fornece mais explicações e informações de base sobre o painel de indicadores deste ano.

A secção 2 analisa algumas mensagens horizontais e temáticas decorrentes da leitura do painel. Na secção 3, é apresentada a leitura do painel por país. A secção 4 apresenta as conclusões.

## **2. Progressos realizados no reequilíbrio e na correção dos desequilíbrios**

As economias da UE continuam a enfrentar grandes dificuldades para corrigir os desequilíbrios externos e internos acumulados no período que antecedeu a crise. Vários Estados-Membros defrontam-se com pressões de desalavancagem nos setores privado e público. Essas pressões resultam da correção dos desequilíbrios financeiros acumulados, que estão ligados aos anteriores níveis insustentáveis das despesas e da dívida. A desalavancagem simultânea está a pesar no crescimento, dado que as despesas sofrem cortes e as receitas são usadas para o reembolso da dívida, ao passo que a correção dos défices externos, para ser completa e sustentável, exige melhorias suplementares na competitividade relativa, designadamente através da redução dos custos e do aumento da produtividade. Este ajustamento dos desequilíbrios internos e externos acumulados deverá ser um longo processo que reconfigurará o panorama económico nos próximos anos e condicionará a atividade de supervisão no âmbito do PDM. Em termos de crescimento, a atual conjuntura, incluindo as perspetivas para o próximo ano, é consideravelmente mais fraca do que o previsto na altura do anterior relatório do mecanismo de alerta, no início deste ano, mas os progressos alcançados no reequilíbrio abrirão o caminho ao crescimento e à convergência.

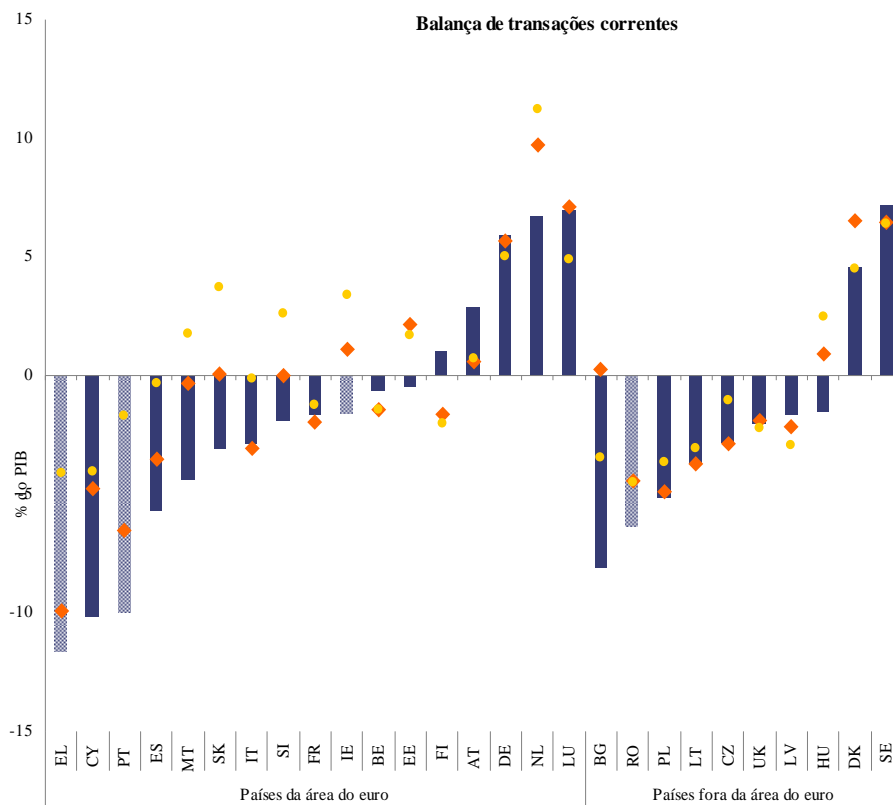
Há sinais positivos de progresso no reequilíbrio das economias da UE, como indicam as mais recentes previsões da Comissão. O esforço de introdução de reformas parecer estar a ser frutífero, mesmo em países que não são objeto de um programa. O défice da balança de transações correntes está a baixar nos países com maior desequilíbrio externo, por efeito, nomeadamente, dos ganhos de competitividade. No entanto, o ajustamento necessário para alguns países com grandes défices na balança de transações correntes continua a ser considerável e deve apoiar-se na aplicação das reformas estruturais de aumento da produtividade acordadas no contexto dos programas de ajustamento económico e das recomendações específicas por país. Uma procura interna mais dinâmica e uma evolução positiva dos salários nos países excedentários favoreceriam o reequilíbrio na área do euro (e na UE).

No que respeita aos diferentes domínios abrangidos pelo painel de indicadores, deve notar-se o seguinte:

- ***Está em curso o reequilíbrio das balanças de transações correntes na área do euro (e na UE).*** Este processo tem-se devido principalmente ao ajustamento nas economias vulneráveis, embora a evolução da situação nos Estados-Membros com elevados excedentes na balança de transações correntes também contribua para o reequilíbrio da área do euro (e da UE). Os países deficitários registaram uma expansão das exportações graças ao ganho de competitividade e a uma reorientação de recursos para indústrias viradas para a exportação, bem como a uma forte retração da procura interna e das importações. Esta evolução integra elementos cíclicos e elementos estruturais, mas, na maioria dos países, a correção estrutural parece ser o fator dominante. Em paralelo com o ajustamento nos Estados-Membros com elevados défices nas transações correntes, os saldos externos de diversos Estados-Membros

excedentários têm vindo a diminuir, embora a um ritmo mais lento. O peso crescente da procura interna na atividade económica dos países excedentários e os aumentos salariais relativamente dinâmicos sugerem que a contribuição dos países excedentários para o reequilíbrio poderá aumentar nos próximos anos.

- **No entanto, o ajustamento externo dos défices da balança de transações correntes ainda não é suficiente para garantir níveis de dívida externa são e sustentáveis.** A maioria dos Estados-Membros apresenta uma posição de investimento internacional líquida negativa que ultrapassa o limiar indicativo. No entanto, esse desvio em relação ao limiar varia de país para país, de valores moderados (CZ, EE, LT, PL, SI, SK e RO) até valores substanciais (BG, ES, CY, LV e HU, bem como IE, EL e PT). Nas economias em fase de recuperação, o nível da dívida externa líquida é geralmente inferior à posição de investimento internacional líquida, refletindo o peso do investimento direto estrangeiro (BG, CZ, SK, LT e LV). Em muitos casos, as posições negativas continuaram a aumentar ou, nos casos de diminuição, esta resultou essencialmente dos efeitos de valoração (ES e CY, bem como EL e PT), especialmente por causa da perda de valor de mercado dos títulos nacionais detidos por estrangeiros.



Nota: Os dados das previsões foram corrigidos atendendo às diferenças entre os dados da balança de pagamentos e os das contas nacionais.

Os países que são objeto de programas de ajustamento constam do gráfico.

Fonte: Eurostat, serviços da Comissão. ■ Média 2008-2011    ◆ 2011    ● 2013 (ECFIN, previsões do outono)

- **O desempenho das exportações tem melhorado ligeiramente, num contexto de diminuição da procura à escala mundial.** Com exceção dos Estados-Membros em fase de recuperação (EE, MT, SK, BG, LV, LT, PL e RO), a maioria dos Estados-Membros perdeu, nos últimos cinco anos, quotas de mercado no setor das exportações a um ritmo muito superior ao limiar indicativo. Num período mais longo, essas perdas

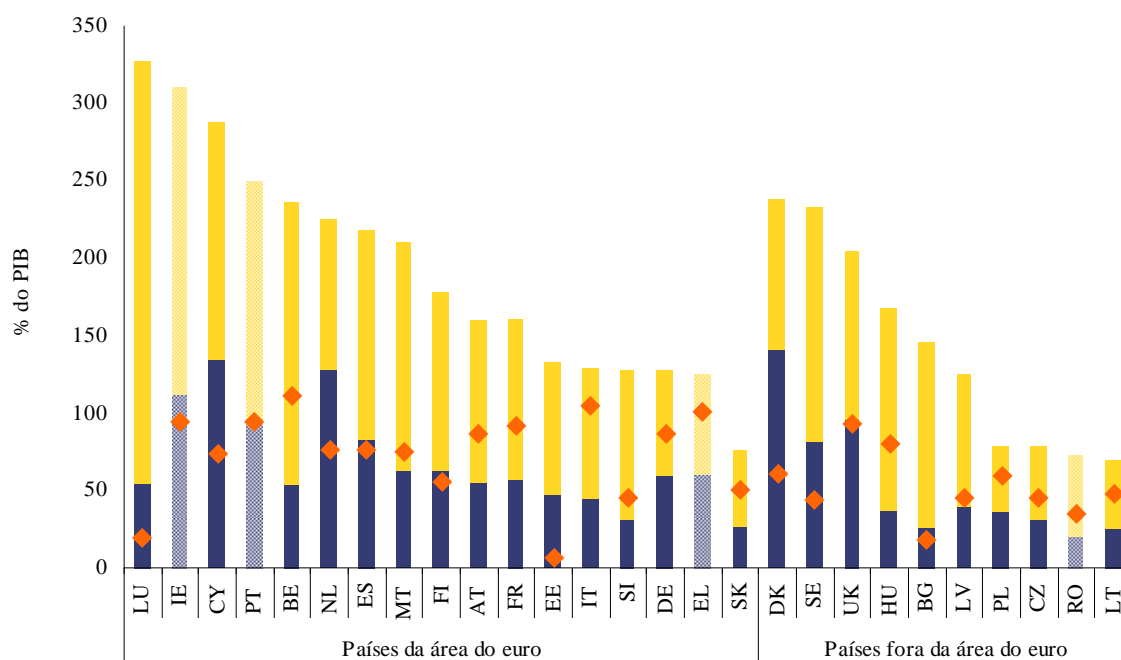
resultam, em parte, de uma tendência à escala da UE num contexto mundial, devendo ser vistas no âmbito da expansão do comércio mundial. Ainda assim, o ritmo dessas perdas é, em muitos casos, menor do que há um ano.

- ***A evolução da competitividade dos preços ou não baseada nos preços contribuiu positivamente para a correção dos desequilíbrios externos.*** A recuperação da competitividade dos preços ou não baseada nos preços é fundamental para o processo de ajustamento das economias com elevados défices na balança de transações correntes. Foram já adotadas muitas reformas estruturais. Os plenos efeitos dessas reformas nas principais variáveis macroeconómicas só se tornam visíveis após algum tempo, mas, no mercado do trabalho, as reformas substanciais efetuadas começaram já a traduzir-se em ganhos significativos de competitividade em vários Estados-Membros. A mudança de tendência no custo unitário do trabalho relativo e nas taxas de câmbio efetivas reais confirma já a obtenção de ganhos de competitividade na maioria dos Estados-Membros. No painel de indicadores, o indicador do custo unitário do trabalho (variação nominal em 2009-2011) é superior ao limiar em apenas quatro Estados-Membros (BG, LU, RO e FI), quando no relatório anterior o era no dobro dos Estados-Membros, o que revela pressões descendentes no que toca ao crescimento dos salários nos últimos dois anos.
- ***Até agora, os ganhos na competitividade dos preços tiveram lugar sobretudo nos Estados-Membros com grandes desequilíbrios e foram desencadeados por uma forte pressão do mercado.*** A taxa de crescimento do custo unitário do trabalho nominal na periferia da área do euro tem estado, desde 2010, abaixo da correspondente taxa de crescimento nas principais economias excedentárias. A redução do custo unitário do trabalho nos países vulneráveis em relação ao núcleo da área do euro resulta do aumento da produtividade e das pressões de concorrência, da eliminação de postos de trabalho, que anulou já a retenção de mão de obra nos últimos anos, e da redução da remuneração nominal em vários setores.
- ***Persistem em muitos Estados-Membros pressões de desalavancagem no setor privado.*** A correção das situações de endividamento excessivo no setor privado, designadamente nas empresas e nas famílias, teve início na sequência da crise financeira. A dívida do setor privado excede o limiar indicativo (160% do PIB) na maioria dos Estados-Membros (AT, BE, CY, DK, FI, FR, HU, LU, MT, NL, ES, SE e UK, bem como IE e PT). A nível setorial, o endividamento das empresas é particularmente elevado em alguns países (acima de 120% do PIB nos seguintes países: BE, BG, CY, MT, ES e SE, bem como IE e PT). Noutros casos, designadamente SI e ES, as empresas de construção representam o grosso da dívida das sociedades não financeiras, pelo que uma correção suplementar do mercado da habitação pode conduzir a um aumento dos créditos de cobrança duvidosa e a ativos depreciados no setor empresarial. No que respeita às famílias, as pressões de desalavancagem são visíveis numa série de Estados-Membros (CY, DK, NL, ES, SE e UK, bem como IE e PT) e estão associadas principalmente ao crescimento do mercado da habitação anterior à crise. Os riscos de deterioração dos orçamentos das famílias e do consumo estão ligados a eventuais novas correções nos mercados da habitação.
- ***A concessão de empréstimos ao setor privado mantém-se reduzida e os fluxos de crédito privado são limitados.*** Em 2011, os dados sobre o crescimento do crédito ficaram, em geral, abaixo do limiar, o que se explica pelos fatores que afetam a procura e a oferta de crédito. Por um lado, os bancos reduziram os seus balanços e

aumentaram o seu provisionamento. Na verdade, em 2011, registou-se, globalmente, um aumento moderado dos passivos do setor financeiro. Os atuais problemas estruturais e de liquidez do setor financeiro afetaram também a oferta de crédito. Por outro lado, o agravamento das perspectivas de crescimento, associado a uma grande incerteza, tem travado a procura, em especial nos países com maiores necessidades de ajustamento.

- ***A existência de interligações setoriais complexas entre os setores público, bancário e privado vem, muitas vezes, agravar os desequilíbrios subjacentes.*** A distorção importante, em função do país, da relação entre o setor financeiro e a dívida soberana nacional deixa os bancos expostos, em grande medida, a essa dívida, por via das suas carteiras de obrigações do tesouro. Além disso, o elevado rendimento da dívida soberana pode afetar também as empresas através do setor bancário, piorando as suas condições de financiamento. Neste contexto, os custos do financiamento, tanto para o setor público como para o privado, têm divergido cada vez mais entre os Estados-Membros, o que conduz a uma fragmentação financeira de país para país. A crise da dívida soberana desencadeou a saída de capitais depositados em alguns países vulneráveis e exerceu pressões suplementares no financiamento e na liquidez do setor privado desses países. As pequenas e médias empresas correm o risco de serem mais afetadas por este problema, dado que dependem fortemente do crédito bancário. Neste contexto, as pressões de desalavancagem no setor privado são ainda mais preocupantes quando, em paralelo, ocorre a necessária desalavancagem no setor público (BE, ES, HU e IT, bem como IE, EL e PT).

## Dívida por setor 2011



Nota: Os países que são objeto de programas de ajustamento constam do gráfico.

Fonte: Eurostat. ■ Famílias ■ Empresas não financeiras ◆ Administrações públicas

- Os mercados da habitação estão ainda na fase de correção, que tem diferentes implicações em função da dinâmica do setor da construção.** De facto, quase todos os Estados-Membros registaram, em 2011, taxas de crescimento negativas nos preços reais das habitações, com a exceção notável dos Estados Bálticos, que estão a recuperar dos anteriores episódios de expansão-contracção. Consequentemente, o crescimento dos preços das habitações não excedeu o limiar indicativo em nenhum país. Esta correção ganhou velocidade em alguns países que já se caracterizavam por quebras substanciais acumuladas nos preços das habitações (CY, ES e IE), num contexto de forte deterioração das condições económicas. Conduziu, nalguns casos, à necessária contracção do setor da construção, mas também a uma maior taxa de desemprego e à deterioração dos balanços dos bancos (SI, ES e IE). Não é de excluir que ocorram novos ajustamentos no sentido da baixa (DK, NL, UK), num contexto de condições de crédito mais rigorosas e de incerteza económica.
- A correção em curso dos desequilíbrios é necessária, mas tem custos elevados a curto prazo e tem conduzido ao aumento do desemprego.** Os ajustamentos estão em curso, mas o caminho até ao reequilíbrio completo e duradouro é ainda longo. A reforma dos mecanismos de fixação dos salários começa a mostrar-se eficaz na melhoria da competitividade dos custos. A taxa elevada ou crescente de desemprego em vários Estados-Membros, num contexto de moderação da procura global, aponta para um processo de ajustamento do mercado de trabalho que ainda não está concluído. A fraca atividade económica e, em alguns casos, a contracção de setores importantes, como o da construção (SI, ES e IE) fazem parte do processo de

ajustamento, que induz uma transferência de recursos do setor dos bens não exportáveis para o dos bens exportáveis e a reafetação das despesas a favor de bens de produção nacional. A engenharia de uma mudança nas despesas para restabelecer o crescimento, a criação de emprego e o ajustamento externo depende fortemente de um esforço sustentado de reformas estruturais nos mercados do trabalho e dos produtos, bem como da intensificação do esforço de aplicação da regulamentação financeira. Este elemento torna-se ainda mais importante num contexto de fortes pressões internas de desalavancagem.



### 3. OBSERVAÇÕES ESPECÍFICAS POR PAÍS SOBRE A LEITURA DO PAINEL DE INDICADORES

As observações que se seguem não abrangem os Estados-Membros que são objeto de supervisão no âmbito dos programas de ajustamento económico apoiados por financiamento oficial, ou seja, Grécia, Irlanda e Portugal, na área do euro, e Roménia, fora da área do euro<sup>6</sup>.

**Bélgica:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Bélgica apresentava desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente no que respeita à evolução da competitividade externa e ao endividamento. No painel atualizado, vários indicadores excedem os limiares indicativos, nomeadamente o da variação das quotas de mercado no setor das exportações, o da dívida bruta do setor privado e o da dívida das administrações públicas. Na vertente externa, a Bélgica continuou a perder quotas de mercado no setor das exportações, mas a um ritmo mais lento. A perda contínua de quotas de mercado nas exportações deve-se a uma deterioração do saldo da balança de mercadorias desde 2003, já compensada, em parte, pela constante melhoria do saldo da balança de serviços. O saldo da balança de transações correntes deverá permanecer próxima do equilíbrio nos próximos anos. Um fator importante que explica a deterioração das quotas de mercado no setor das exportações é a diminuição da competitividade dos custos, devida, nomeadamente a um aumento acumulado do custo unitário do trabalho maior do que a média na área do euro. Prevê-se que esta tendência se mantenha. No que respeita aos desequilíbrios internos, o indicador da dívida do setor privado está muito acima do limiar, embora tal se deva, em grande medida, a empréstimos intraempresas. O crédito aumentou claramente em 2011, mas, ultimamente, tem vindo a diminuir, devido a uma diminuição da procura e a condições de crédito mais estritas para as empresas. A dívida pública é elevada e continua a aumentar, devido à acumulação de défices consideráveis nos últimos anos e às intervenções no setor financeiro. Os preços no setor da habitação aumentaram rapidamente antes da crise, devendo estudar-se melhor a eventualidade de uma correção e, designadamente, o eventual impacto dessa correção na sustentabilidade do crédito hipotecário das famílias. Em 2011, o rácio dívida-fundos próprios do setor financeiro aumentou devido às perdas no setor. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em maio, analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Bulgária:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Bulgária apresentava desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente no que respeita à evolução da dívida externa, da desalavancagem do setor empresarial e do processo de ajustamento do mercado de trabalho. No painel atualizado, alguns indicadores excedem os limiares indicativos, nomeadamente a

---

<sup>6</sup> Este método, que evita a duplicação de procedimentos e obrigações de apresentação de relatórios, é coerente com a proposta da Comissão de um regulamento relativo ao reforço da supervisão económica e orçamental dos Estados-Membros afetados ou ameaçados por graves dificuldades de estabilidade financeira na área do euro (COM(2011) 819 final de 23.11.2011), que faz parte do pacote de duas medidas. Para uma descrição pormenorizada da situação económica e dos progressos realizados na correção dos desequilíbrios macroeconómicos, ver os últimos relatórios sobre o cumprimento dos compromissos em *European Economy — Occasional Papers*, 94 (Grécia), 115 (Irlanda), 116 (Roménia) e 117 (Portugal). A Espanha é analisada no presente relatório, embora beneficie de financiamento oficial para a recapitalização dos bancos; ver «The Financial Sector Adjustment Programme for Spain», *European Economy — Occasional Papers*, 118. A Hungria e Chipre são também analisados. Em novembro de 2011, a Hungria pediu formalmente a abertura de negociações com vista a uma assistência financeira a título preventivo. Contudo, essas negociações ainda não avançaram de forma significativa. Chipre solicitou financiamento oficial em 25 de junho de 2012, estando em curso negociações para o estabelecimento de um programa.

posição de investimento internacional líquida e o custo unitário do trabalho, ao passo que o indicador da dívida do setor privado passou a ser inferior ao limiar. Na vertente externa, a balança de transações correntes tem vindo a melhorar rapidamente: atingiu uma situação de equilíbrio em 2011 e prevê-se que se mantenha abaixo do limiar durante o período abrangido pelas previsões. Apesar das melhorias associadas à correção acentuada nas transações correntes, prevê-se que a posição de investimento internacional líquida (negativa) se mantenha significativamente acima do limiar indicativo e, por conseguinte, constitua um fator de vulnerabilidade no futuro previsível. No entanto, este indicador deve ser interpretado em conjugação com um volume de investimento direto estrangeiro muito elevado, que conduz a uma diminuição substancial da dívida externa líquida. Em primeiro lugar, os afluxos de investimento direto estrangeiro permaneceram moderados em 2011 e a sua intensificação recente deverá permanecer modesta, apesar de o volume de investimento direto estrangeiro ser elevado. Em segundo lugar, a Bulgária registou ganhos de quotas de mercado no setor das exportações, no contexto de um aumento da produtividade e de depreciação da taxa de câmbio efetiva real e, recentemente, de um aumento moderado do custo unitário do trabalho, apesar de o indicador permanecer acima do limiar e de se prever um aumento relativamente forte dos salários e do custo unitário do trabalho no futuro. Está em curso o ajustamento em baixa do mercado da habitação, após uma anterior diminuição acentuada dos preços. As condições de crédito mantêm-se estáveis, o que favorece a expansão do crédito, embora o elevado nível de empréstimos de cobrança duvidosa possa travar a concessão de crédito. Embora em desalavancagem rápida (os dados de 2011 apontam para uma quebra acentuada dos empréstimos de curto prazo a empresas não financeiras), o setor privado permanece relativamente endividado, apesar de se tratar de uma economia em fase de recuperação, devido, essencialmente, aos empréstimos interempresas transfronteiras a empresas não financeiras. Dado que o ajustamento dos desequilíbrios externos resultou, em parte, da contração da procura interna, nomeadamente de investimento, existe o risco de a economia ficar presa a uma trajetória de crescimento reduzido, o que tornaria mais problemática a redução dos níveis de endividamento, incluindo a posição de investimento internacional líquida. Os receios relativos ao crescimento potencial a longo prazo do país devem-se também às insuficiências do mercado de trabalho, que se traduzem no seu fraco desempenho, com um crescimento negativo, no aumento da taxa de desemprego e no elevado nível de desemprego estrutural. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em maio, analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**República Checa:** Na anterior ronda do PDM, a República Checa não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, a posição de investimento internacional líquida excede o limiar indicativo. A deterioração da posição de investimento internacional líquida resulta de um défice persistente, embora moderado, da balança de transações correntes de cerca de 3% do PIB nos últimos três anos; esse défice deve-se, essencialmente, à saída de dividendos sobre o elevado volume de investimento direto estrangeiro. Globalmente, o risco de vulnerabilidades externas é reduzido, dado o valor relativamente baixo da dívida externa bruta. A balança comercial registou um sólido excedente em 2011, mas o ganho de quotas de mercado no setor das exportações está a diminuir gradualmente, como resultado do peso decrescente dos projetos inteiramente novos no investimento direto estrangeiro. Ao mesmo tempo, prevê-se que o crescimento das importações também se atenuie. Dado que a procura interna se mantém fraca, o défice da balança de transações correntes deverá continuar a melhorar nos próximos anos, prevendo-se que tal contribua para estabilizar a posição de investimento internacional líquida em torno do seu nível atual. Contrariamente à tendência de valorização observada antes da crise financeira mundial, a taxa de câmbio efetiva real tem

permanecido, em termos gerais, estável desde 2009. O afluxo de capitais à República Checa ocorreu em paralelo com o aumento considerável dos salários em todos os setores da economia, apesar de o aumento de produtividade se limitar praticamente ao setor dos bens exportáveis. Embora o crescimento nominal agregado do custo unitário do trabalho tenha diminuído para perto de 3% nos últimos três anos e, previsivelmente, vá manter-se moderado nos próximos tempos, a diferença de produtividade acumulada no setor dos bens não exportáveis poderá pesar na competitividade da economia: em primeiro lugar, porque este setor alimenta outros setores, afetando assim diretamente a competitividade destes; em segundo lugar, porque o maior crescimento dos salários no setor dos bens não exportáveis pode dificultar a transferência de mão de obra para os setores virados para as exportações, onde é maior a possibilidade de crescimento da produtividade. O ajustamento, acompanhado pela descida dos preços reais das habitações, está em curso na construção e no imobiliário, que se tinham expandido graças à relativa facilidade da concessão de crédito antes da crise: a parte do crédito bancário no valor acrescentado desses setores duplicou em 2005-2008. O setor bancário da República Checa, em grande parte nas mãos de estrangeiros, manteve-se resistente e os níveis moderados de endividamento dos setores privado e público evitaram o surgimento de ciclos de arrastamento negativo. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Dinamarca:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Dinamarca apresentava desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente no que respeita à evolução da competitividade externa e ao endividamento das famílias. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente a variação das quotas de mercado no setor das exportações e a dívida do setor privado. A perda de quotas de mercado no setor das exportações mantém-se muito acima do limiar, não diferindo muito da verificada em 2011 e em 2010. A análise aprofundada de maio de 2012 concluiu que a competitividade e o fraco desempenho da Dinamarca nas exportações de mercadorias estavam ligados ao aumento do custo unitário do trabalho em relação aos principais concorrentes. No entanto, a competitividade dos custos, medida pela variação percentual, durante três anos, do custo unitário do trabalho nominal, melhorou e continua a ser inferior ao limiar. Prevê-se que, nos próximos anos, a evolução do custo unitário do trabalho seja muito reduzida. A variação percentual, em três anos, da taxa de câmbio efetiva real revela igualmente uma depreciação desde 2009, que, segundo as previsões, continuará nos próximos anos. A diminuição continuada das quotas de mercado apesar da melhoria da competitividade dos custos pode significar que esta não é ainda suficiente para compensar a perda acumulada de competitividade ocorrida na década anterior. Ainda assim, o excedente nas transações correntes continuou a aumentar, por efeito, nomeadamente, do saldo do comércio de bens e serviços – graças, em parte, às exportações de petróleo e gás, que beneficiam da subida do preço do petróleo – e também do afluxo de rendimentos de investimento direto estrangeiro no estrangeiro. No entanto, como o saldo da balança de transações correntes decorre, em parte, da grande poupança no setor privado, é de prever um declínio nos próximos anos, à medida que a procura interna recupera gradualmente. O rácio de endividamento do setor privado mantém-se significativamente acima do limiar. No entanto, diminuiu pelo segundo ano consecutivo, o que se deve, em parte, à diminuição do rácio de endividamento das famílias, mas continua a ser dos mais altos. A evolução dos mercados da habitação contribuiu para empurrar o endividamento das famílias para níveis insustentáveis, podendo agravar os riscos que pesam sobre a estabilidade financeira e económica. Embora o risco para a estabilidade financeira possa ser relativamente reduzido, os riscos para a estabilidade económica parecem ser mais elevados. De facto, a excessiva oscilação dos preços das habitações e o elevado endividamento das famílias, que contribuíram para as grandes flutuações no consumo

privado, estão agora a condicionar a capacidade de recuperação da economia, dado ser necessário prosseguir a desalavancagem das famílias. Os preços reais das habitações caíram de novo em 2011, após uma estabilização em 2010. Embora tudo indique que atualmente estão próximo do seu nível tendencial a longo prazo, o mercado mantém-se frágil, num contexto de rigor nas condições de crédito e de baixo crescimento dos salários, o que implica o risco de novos ajustamentos em baixa, tendo em conta as perspetivas económicas. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em maio, analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Alemanha:** Na anterior ronda do PDM, a Alemanha não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: a variação das quotas de mercado no setor das exportações e o rácio de endividamento das administrações públicas. Na vertente externa, a perda de quotas de mercado no setor das exportações permanece acima do limiar indicativo por efeito das perdas registadas em 2010, que prosseguiram, em menor grau, em 2011. Essas perdas afiguram-se globalmente moderadas e são coerentes com a atual redução do excedente da balança de transações correntes. Tal como no último relatório do mecanismo de alerta, o indicador do excedente da balança de transações correntes está ligeiramente abaixo do limiar em 2011. A redução do excedente da balança de transações correntes nos últimos anos, no âmbito do processo de reequilíbrio, foi causada, em especial, pela diminuição do excedente comercial em relação ao resto da área do euro. Para o futuro, as últimas previsões indicam que o excedente da balança de transações correntes diminuirá a um ritmo moderado em 2012–2014, à medida que o consumo privado e o investimento voltarem a ganhar dinamismo. O custo unitário do trabalho aumentou também nos últimos anos, prevendo-se que continue a aumentar mais do que a média na área do euro nos próximos anos, graças, nomeadamente, a um mercado do trabalho ainda robusto. Apesar do aumento do custo do trabalho, a taxa de câmbio efetiva real continua a depreciar-se, dado que as empresas têm pouca margem para repercutir o aumento dos salários nos clientes. No plano interno, prevê-se que a dívida pública venha a seguir uma trajetória descendente a partir de 2013, estando a Alemanha a fazer progressos na realização do objetivo de redução da dívida constante do PEC. O endividamento do setor privado e a atividade de concessão de crédito mantêm-se moderados. Os preços das habitações aumentaram moderadamente, registando-se aumentos mais fortes em algumas zonas urbanas. No futuro, o investimento no imobiliário deverá aumentar fortemente. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Estónia:** Na anterior ronda do PDM, a Estónia não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: a posição de investimento internacional líquida e o desemprego. Um terceiro indicador, a dívida do setor privado, está agora bem abaixo do limiar (133% do PIB em 2011). Na vertente externa, ficou concluído o grosso do ajustamento muito acentuado dos elevados desequilíbrios externos que se acumularam em 2005-2007. Em 2011, a balança de transações correntes continuava a apresentar um excedente significativo, prevendo-se que permaneça próximo do equilíbrio a médio prazo, graças ao ganho de quotas de mercado no setor das exportações. A posição de investimento internacional líquida (negativa), embora se mantenha bem acima do nível do limiar, está a melhorar rapidamente graças ao excedente sustentado da balança de transações correntes e ao efeito de denominador, uma vez que o PIB nominal está a crescer de forma constante. Além disso, metade do passivo externo líquido consiste em investimento direto estrangeiro, o que contribui para limitar os riscos associados à liquidez externa; a dívida externa líquida representa apenas 6% do PIB. Embora ainda elevado, o endividamento do

setor privado diminuiu substancialmente em 2010-2011, graças, nomeadamente, à desalavancagem em curso e ao crescimento do PIB. Assim, e apesar de a desalavancagem do setor privado poder cessar em breve, prevê-se que o endividamento deste setor baixe ainda mais em 2012. Todavia, o nível relativamente elevado da dívida privada poderá travar o crescimento a médio prazo. A taxa de desemprego atingiu um pico de quase 20% no primeiro trimestre de 2010, mas diminuiu rapidamente para 10,2% no segundo trimestre de 2012. Espera-se que continue a diminuir, embora mais lentamente, em consequência do ressurgimento da inadequação de competências e de um crescimento mais moderado da produção. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Espanha:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Espanha apresentava desequilíbrios muito graves, em especial no que respeita à evolução da situação externa, do nível de endividamento do setor privado e da situação do setor financeiro. No painel atualizado, vários indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente o défice da balança de transações correntes, as quotas de mercado no setor das exportações, a posição de investimento internacional líquida, a dívida do setor privado, a dívida das administrações públicas e o desemprego. Na vertente externa, o défice da balança de transações correntes melhorou, no contexto de uma recuperação do desempenho das exportações e da quebra da procura interna. O indicador continua acima do limiar, mas a balança de transações correntes deverá caminhar para o equilíbrio nos próximos anos. A diminuição do custo unitário do trabalho e a depreciação da taxa de câmbio efetiva real ajudam a recuperar parte da perda de competitividade acumulada durante o ciclo de expansão. Esta situação contribuiu para reduzir a perda de quotas de mercado no setor das exportações, apesar de o indicador continuar acima do limiar. Prevê-se que o custo unitário do trabalho baixe ainda mais este ano e que o crescimento seja muito reduzido nos próximos anos. O ajustamento dos fluxos está em curso, mas o volume do passivo externo continua a ser significativo, como revela o valor fortemente negativo da posição de investimento internacional líquida e a dívida externa líquida. Este facto é muito preocupante, já que a economia espanhola está exposta a riscos de liquidez. A combinação do rápido aumento da dívida pública com o elevado endividamento do setor privado origina pressões substanciais de desalavancagem. No setor privado, a desalavancagem teve início em 2011 e deverá prosseguir, travando assim a recuperação económica por via da contenção da procura interna. O setor bancário permanece frágil, na sequência da quebra no imobiliário e na construção e dos ciclos de arrastamento negativo com as finanças públicas. As fragilidades do setor bancário estão a ser tratadas no âmbito do programa de ajustamento do setor financeiro, que fornece financiamento oficial para a reestruturação e recapitalização dos bancos espanhóis. Não obstante a diminuição do custo unitário do trabalho, o mercado do trabalho deteriorou-se, apresentando um nível de desemprego recorde e em crescimento, muito acima do limiar, e uma destruição continuada de emprego. Esta situação representa uma ameaça adicional para o ajustamento em curso, através dos seus efeitos na desalavancagem, e afeta também negativamente os esforços de consolidação orçamental. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio muito grave em maio, examinar mais pormenorizadamente os riscos existentes e os progressos na correção dos desequilíbrios, no âmbito de uma análise aprofundada.*

**França:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a França apresentava graves desequilíbrios, em especial no que se refere à evolução do desempenho das exportações e da competitividade. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente as quotas de mercado no setor das exportações, a dívida das

administrações públicas e, este ano, também a dívida do setor privado. Na vertente externa, a França continuou a perder partes de mercado no setor das exportações, embora a um ritmo mais lento, e o indicador está bastante acima do limiar. Essas perdas prosseguirão no futuro, a menos que sejam tomadas medidas decisivas. Refletem-se na deterioração progressiva da balança comercial e da balança de transações correntes, bem como no valor negativo da posição de investimento internacional líquida, embora as duas últimas estejam ainda abaixo dos respetivos limiares indicativos. Esta evolução está ligada à persistente deterioração da competitividade dos preços ou não baseada nos preços. O indicador do custo unitário do trabalho está abaixo do limiar, mas, apesar das medidas tomadas recentemente para reduzir os impostos sobre o trabalho, prevê-se que o crescimento do custo unitário do trabalho se aproxime a curto prazo da média na área do euro, o que significa que não haverá ganhos relativa nos próximos tempos. A rendibilidade das empresas francesas diminuiu em 2011 para níveis historicamente baixos; essa diminuição pesa no seu potencial de investimento, bem como na sua capacidade de inovação, afetando negativamente a sua competitividade não baseada no preço. Além disso, o baixo nível de rendibilidade das empresas pesa na sua capacidade de desalavancagem, pelo que também contribui para o elevado nível de endividamento do setor privado no seu todo, que excede já o limiar indicativo. A taxa de desemprego aumentou, prevendo-se que ultrapasse o limiar nos próximos anos. O endividamento das famílias mantém-se relativamente baixo, mas o preço das habitações aumentou antes da crise e também em 2011; há que estudar melhor a eventualidade de uma correção no mercado da habitação e as suas implicações. O aumento da dívida privada é particularmente preocupante, num contexto de endividamento ainda crescente das administrações públicas, que já quase atinge 90% do PIB. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um grave desequilíbrio em maio, examinar mais pormenorizadamente os riscos existentes e os progressos na correção dos desequilíbrios, no âmbito de uma análise aprofundada.*

**Itália:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Itália apresentava graves desequilíbrios, em especial no que respeita à evolução do desempenho das exportações e da competitividade e aos efeitos da elevada dívida pública. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: a perda de quotas de mercado no setor das exportações e a dívida das administrações públicas. Concretamente, após a adoção do euro, acumularam-se as perdas da competitividade dos custos ou não baseada nos custos, o que originou uma perda significativa de quotas de mercado no setor das exportações, muito acima do limiar. O défice da balança de transações correntes da Itália está, no entanto, a diminuir e a balança comercial deverá registar um excedente em 2012, devido, essencialmente, à acentuada queda das importações, resultante da fraqueza da procura interna na atual situação de recessão, e também ao desempenho positivo das exportações, especialmente para parceiros fora da UE. A fraca evolução da produtividade continua a ser o principal obstáculo a uma melhoria durável da competitividade e das perspetivas de crescimento económico da Itália. As reformas estruturais recentemente adotadas – destinadas a promover a concorrência nos mercados, a eliminar a segmentação do mercado de trabalho, a tornar o sistema fiscal mais favorável ao crescimento e a melhorar as condições oferecidas às empresas – deverão contribuir para relançar o crescimento da produtividade a médio prazo. Entretanto, os salários ainda não são suficientemente reativos face à evolução da produtividade. Prevê-se que o custo unitário do trabalho aumente nos próximos anos a um ritmo próximo da média na área do euro. A elevada dívida pública continua a ser um pesado ónus para a economia italiana, especialmente num contexto em que se prevê um crescimento lento. Enquanto as baixas taxas de crescimento tornam mais difícil atingir e manter os elevados excedentes primários necessários para pôr o rácio dívida pública/PIB numa trajetória descendente constante, a elevada carga fiscal, atual e

prevista, necessária para assegurar o serviço de uma dívida elevada, afeta negativamente a procura interna e a atividade económica. Além disso, no contexto de um mercado financeiro fragmentado segundo as fronteiras nacionais, o nível relativamente elevado das taxas de juro associadas ao prémio de risco do país afeta as condições de financiamento do setor privado e agrava os problemas de financiamento do setor bancário nacional. Do lado positivo, o endividamento do setor privado mantém-se relativamente moderado em Itália. Em especial, a situação financeira das famílias italianas é relativamente forte, ao passo que o seu rácio de poupança está a diminuir há mais de vinte anos. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um grave desequilíbrio em maio, examinar mais pormenorizadamente os riscos existentes e os progressos na correção dos desequilíbrios, no âmbito de uma análise aprofundada.*

**Chipre:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que Chipre apresentava desequilíbrios muito graves, em especial no que respeita à evolução da situação externa e das finanças públicas e ao setor financeiro. No painel atualizado, vários indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente o défice da balança de transações correntes, a posição de investimento internacional líquida, as quotas de mercado no setor das exportações, o fluxo de crédito ao setor privado, a dívida do setor privado e a dívida das administrações públicas. Na vertente externa, a balança de transações correntes continua acima do limiar negativo, apesar da recente forte diminuição das importações resultante da contração da procura interna. A perda de quotas de mercado no setor das exportações deve-se, em especial, à balança de mercadorias, que continua em queda, enquanto o comércio de serviços continua a registar excedentes. Globalmente, prevê-se que o défice da balança de transações correntes diminua nos próximos anos. A perda da competitividade dos preços e dos custos diminuiu recentemente e o congelamento dos salários no setor público contribuiu para a moderação salarial no setor privado, nomeadamente nos setores virados para a exportação. No entanto, ainda não se realizaram as reformas estruturais que servirão de suporte a uma melhoria sustentada da competitividade. Paralelamente, o valor negativo da posição de investimento internacional líquida está a agravar-se rapidamente, o que suscita preocupações quanto à sustentabilidade da situação externa do país. A posição de investimento internacional líquida deteriorou-se em consequência do défice da balança de transações correntes e da valorização em baixa dos ativos dos bancos no estrangeiro. No plano interno, o setor privado, fortemente endividado, continuou a corrigir a sua elevada dívida. Este processo reflete-se na diminuição significativa do indicador do fluxo de crédito no setor privado em relação ao ano anterior. O facto de o indicador de crédito se manter acima do limiar está associado, sobretudo, ao processo em curso de reescalonamento do empréstimo, pois os empréstimos reescaloados são tratados como novos fluxos e não como concessão de novo crédito. Para as famílias, o nível da dívida é contrabalançado pelo elevado nível dos ativos, mas estes foram afetados pela diminuição contínua dos preços reais e nominais no imobiliário. A dívida pública está igualmente acima do limiar previsto no Tratado, prevendo-se que aumente acentuadamente. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego aumentou abruptamente nos últimos tempos, prevendo-se que continue a aumentar, o que denota problemas estruturais, para além dos conjunturais. A eventualidade de novos efeitos da exposição do setor bancário cipriota à crise na Grécia e de uma maior deterioração da atividade económica irá agravar os riscos e tornar mais difícil o ajustamento estrutural. A situação é ainda agravada pela interação negativa entre a evolução dos setores imobiliário e financeiro e a das finanças públicas. O setor financeiro cipriota é também um dos mais alavancados em toda a UE. Tendo apresentado um pedido de financiamento oficial em 25 de junho de 2012, Chipre está agora a negociar um programa de políticas económicas destinado a solucionar os seus problemas financeiros, orçamentais e estruturais. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo*

*também em conta que foi detetado um desequilíbrio muito grave em maio, examinar mais pormenorizadamente os riscos existentes e os progressos na correção dos desequilíbrios, no âmbito de uma análise aprofundada.*

**Letónia:** Na anterior ronda do PDM, a Letónia não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: a posição de investimento internacional líquida e o desemprego. Após a acumulação de desequilíbrios externos e uma «aterragem difícil» em 2008-2009, a competitividade externa melhorou substancialmente através do processo de ajustamento interno, que incluía cortes nos salários e no emprego, a consolidação orçamental, a desalavancagem do setor privado e um vasto leque de reformas estruturais favoráveis ao crescimento. Após o regresso a taxas de crescimento elevadas em 2011-2012, a balança de transações correntes voltou a apresentar um défice moderado, que deverá manter-se nos próximos anos. O passivo líquido do país, medido pela posição de investimento internacional líquida, continua a diminuir, mas o seu nível inicial era relativamente elevado. O valor muito negativo da posição de investimento internacional líquida explica-se em grande medida pelo volume líquido do investimento direto estrangeiro (cerca de metade da posição de investimento internacional líquida), estando, entretanto, a componente «dívida externa» a diminuir rapidamente. Após a conclusão com êxito, no início de 2012, do programa de assistência à balança de pagamentos, o rendimento proporcionado pela dívida pública tem diminuído constantemente, o que contribui para reduzir ainda mais os riscos que pesam sobre a situação externa do país. No que respeita aos indicadores internos, a dívida pública estabilizou-se em níveis ligeiramente acima de 40% do PIB, enquanto os preços no imobiliário e o crescimento do crédito estão em recuperação lenta após a correção drástica durante a crise. Apesar da recuperação, os preços no imobiliário mantêm-se bem abaixo dos níveis de 2005-2007, anteriores à crise, verificando-se, no entanto, uma retoma mais significativa unicamente no segmento das novas construções. No setor financeiro, os empréstimos comerciais respeitantes a créditos recém-aprovados estabilizaram-se já no setor das famílias e estão a subir ligeiramente no segmento empresarial. O rácio dívida privada/PIB continuou a diminuir, sendo de 125% do PIB em 2011, mas os investimentos privados estavam, ainda assim, a subir a um ritmo elevado, graças, nomeadamente, aos grandes lucros das empresas. A taxa de desemprego permanece muito acima da média da UE e do limiar indicativo, mas está agora a diminuir gradualmente, prevendo-se que esta tendência se mantenha nos próximos anos, graças, nomeadamente, à recuperação e às políticas ativas para o mercado do trabalho. A baixa taxa de oferta de emprego não revela deficiências estruturais significativas no mercado de trabalho, verificando-se, ao mesmo tempo, uma subida das taxas de emprego e de participação. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Lituânia:** Na anterior ronda do PDM, a Lituânia não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: a posição de investimento internacional líquida e o desemprego. A Lituânia continuou a ganhar quotas de mercado no setor das exportações graças à depreciação da taxa de câmbio efetiva real, resultante da diminuição substancial dos custos salariais. O custo unitário do trabalho baixou, mas deverá aumentar lentamente nos próximos anos. Estando o indicador da balança de transações correntes próximo de zero, a forte procura interna estimulou as importações e a balança comercial negativa empurrou a balança de transações correntes novamente para um défice de quase 4% do PIB em 2011, que foi coberto principalmente pelas transferências ligadas ao orçamento da UE e pelo investimento direto estrangeiro. Entretanto, os dados até setembro de 2012 indicam que o défice da balança de transações correntes está a diminuir e tende a estabilizar-se. A posição de investimento internacional líquida melhorou, mas permanece



negativa e excede o limiar indicativo. A dívida externa líquida, que tem em conta a estabilidade do financiamento através do investimento direto estrangeiro, é muito menor. Além disso, a dívida do setor público permanece em níveis moderados e o setor privado prosseguiu a desalavancagem; o crescimento do crédito interno foi negativo para as famílias, mas tornou-se ligeiramente positivo para as empresas não financeiras e as administrações públicas. Após uma correção significativa nos anos anteriores, os preços no imobiliário estabilizaram-se em termos reais. No entanto, o desemprego continua a ser preocupante e é provável que a taxa de desemprego se mantenha com dois dígitos nos próximos anos, embora tenha vindo a diminuir desde 2011 e deva manter esta tendência nos próximos anos. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Luxemburgo:** Na anterior ronda do PDM, o Luxemburgo não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente o excedente da balança de transações correntes, o custo unitário do trabalho nominal, a dívida do setor privado e, desta vez, também o indicador das quotas de mercado no setor das exportações. Na vertente externa, o elevado e persistente excedente da balança de transações correntes, acima do limiar indicativo, deverá diminuir nos próximos anos. Não parece estar ligado a uma contenção excessiva da procura interna, resultando antes e essencialmente da concentração muito elevada de atividades económicas no Luxemburgo, principalmente no setor financeiro, atraídas por um ambiente globalmente favorável (incluindo o sistema fiscal). O excedente da balança de transações correntes, embora dificilmente constitua um desequilíbrio prejudicial para o Luxemburgo ou para os seus parceiros, esconde um défice constante da balança comercial de mercadorias, o que denota a perda global de quotas de mercado no setor das exportações. Ao mesmo tempo, o Luxemburgo continua a ganhar quotas de mercado na exportação de serviços. A evolução do custo unitário do trabalho é a causa provável do fraco desempenho do comércio de mercadorias; com efeito, o custo unitário do trabalho nominal aumentou muito mais rapidamente do que na área do euro desde 2000 e mais de cinco vezes mais rapidamente do que na Alemanha. Além disso, prevê-se que o custo unitário do trabalho aumente a uma taxa superior à média na área do euro nos próximos anos, apesar das medidas recentemente adotadas pelo governo em matéria de salários. O elevado endividamento do setor privado explica-se fundamentalmente pelas grandes operações de concessão e de contração de empréstimos nas empresas internacionais não financeiras, e não por um endividamento excessivo do setor privado. O nível de endividamento das famílias é relativamente moderado e diz respeito essencialmente ao crédito imobiliário. A taxa de crescimento dos preços no imobiliário, embora tenha registado uma forte subida acumulada na última década, está agora a abrandar e reflete sobretudo a interação entre a forte procura e a reduzida oferta. Por último, embora o setor financeiro se mantenha globalmente sólido, o seu potencial de crescimento parece ter sido afetado pela crise financeira. Dada a sua grande dimensão em relação à economia no seu conjunto, levanta-se a questão do impacto que a quebra do seu dinamismo poderá ter no emprego e na sustentabilidade das finanças públicas. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Hungria:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Hungria apresentava graves desequilíbrios, em especial no que respeita à evolução da posição de investimento internacional líquida e às consequências da elevada dívida pública. No painel atualizado, vários indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente, e tal como no ano passado, a posição de investimento internacional líquida e a dívida pública e, este ano, também a taxa de desemprego e o indicador da dívida do setor privado estão ligeiramente

acima dos limiares. Os desequilíbrios externos diminuíram: a balança de transações correntes é excedentária pelo terceiro ano consecutivo e a posição de investimento internacional líquida tem melhorado continuamente, embora permaneça bastante acima do limiar. Prevê-se que esta tendência se mantenha nos próximos dois anos. A recuperação da balança de transações correntes deveu-se essencialmente à quebra da procura interna; a competitividade das exportações não mudou substancialmente. Após uma diminuição acentuada durante a recessão de 2009, o défice do rendimento dos fatores acentuou-se de novo, embora permaneça abaixo dos níveis anteriores à crise. Ambas as questões sugerem que a correção externa é, em parte, conjuntural. A desalavancagem do setor privado é necessária para corrigir os desequilíbrios, sobretudo no setor das famílias. Embora este processo esteja em curso, a quebra rápida do crédito às empresas, num contexto de incerteza política e de ónus suplementares para o setor financeiro, contribuiu para a diminuição das taxas de investimento para valores historicamente baixos, o que, por sua vez, afetou o potencial de crescimento do país. Os investimentos deverão continuar a baixar em 2012, prevendo-se que só se estabilizarão nos próximos anos. A dívida pública, que está a diminuir ligeiramente, mas é ainda considerável, a par de políticas com efeitos negativos nas condições oferecidas às empresas, cria maiores vulnerabilidades, o que também se reflete no custo relativamente elevado do financiamento, tanto para o setor público como para o privado. O aumento da taxa de desemprego poderá ser menos preocupante do que aquilo que os dados sugerem, dado que resulta, sobretudo, de uma maior taxa de participação, tendo o emprego regressado aos níveis anteriores à crise. Em novembro de 2011, o governo pediu formalmente a abertura de negociações com vista a uma assistência financeira a título preventivo. Contudo, essas negociações ainda não avançaram de forma significativa. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um grave desequilíbrio em maio, examinar mais pormenorizadamente os riscos existentes e os progressos na correção dos desequilíbrios, no âmbito de uma análise aprofundada.*

**Malta:** Na anterior ronda do PDM, Malta não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente a dívida do setor privado, o saldo da balança de transações correntes e a dívida pública. O endividamento do setor privado ultrapassa 200% do PIB, essencialmente como resultado do forte crescimento do crédito a empresas não financeiras durante os anos de expansão económica. No entanto, o setor privado parece não estar hoje excessivamente endividado, dado que as famílias e as empresas dispõem de ativos financeiros consideráveis, sendo a estrutura de vencimento da sua dívida relativamente favorável: cerca de dois terços vencem a longo prazo. A balança de transações correntes registou défices consideráveis ao longo da última década, mas a evolução recente sugere que está em curso uma correção, também evidenciada no ganho de quotas de mercado no setor das exportações, graças ao aumento da poupança e ao aumento mais moderado do custo unitário do trabalho. Prevê-se que, nos próximos anos, a balança de transações correntes continue a apresentar um pequeno excedente e o custo unitário do trabalho cresça a uma taxa próxima da média na área do euro. Além disso, a sustentabilidade da situação externa de Malta beneficia da sua situação de credor externo líquido e de uma posição de investimento internacional líquida positiva. Ainda assim, dados os grandes volumes de existências em causa, deve acompanhar-se de perto a vulnerabilidade destes últimos a uma evolução desfavorável. O setor financeiro é muito grande em relação à economia do país, tendo o passivo total atingido perto de 900% do PIB em 2011. A taxa de crescimento do passivo financeiro total ultrapassou várias vezes, na última década, o limiar indicativo, pelo que o crescimento acumulado em 2011 excedeu significativamente a média na área do euro. Os riscos de surgirem ciclos de retroação negativa parecem ser reduzidos, dado que uma parte significativa desses afluxos se destinavam a

bancos virados para operações internacionais, muito pouco expostos à economia nacional. Contudo, no atual contexto de deterioração económica, convém acompanhar de perto o sistema bancário nacional, atendendo à sua elevada exposição ao mercado imobiliário, que registou um crescimento muito dinâmico dos preços seguido de uma correção relativamente reduzida durante a década passada, e ao baixo nível das provisões para perdas por imparidade dos empréstimos. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil examinar mais pormenorizadamente, no âmbito de uma análise aprofundada, os riscos existentes com vista a determinar se existe um desequilíbrio.*

**Países Baixos:** Na anterior ronda do PDM, os Países Baixos não apresentavam desequilíbrios. Entretanto, como indicado na últimas previsões da Comissão, registou-se uma deterioração das perspetivas de crescimento associada à procura interna. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente o excedente da balança de transações correntes, as quotas de mercado no setor das exportações, a dívida do setor privado e a dívida das administrações públicas. Na vertente externa, a persistência de grandes excedentes na balança de transações correntes dos Países Baixos, bem acima do limiar indicativo, é induzida principalmente pela balança comercial, que inclui um saldo positivo nas exportações de gás. Os excedentes devem-se também, e cada vez mais, a um excedente crescente no comércio de serviços e ao aumento dos rendimentos do investimento direto externo, embora a perda de quotas de mercado no setor das exportações seja superior ao limiar indicativo. Tal deve-se, em especial, à tendência positiva dos lucros provenientes do estrangeiro, que promove a poupança das empresas não financeiras. Consequentemente, a posição de investimento internacional líquida dos Países Baixos melhorou consideravelmente nos últimos anos. As previsões disponíveis apontam para o aumento do excedente da balança de transações correntes para quase 10% do PIB. As perdas moderadas de competitividade dos bens e serviços produzidos internamente foram, grosso modo, compensadas pelo dinamismo das reexportações. A perda global de quotas de mercado no setor das exportações foi modesta. O custo unitário do trabalho está abaixo do limiar, prevendo-se que, a curto prazo, cresça em consonância com a média na área do euro. Os riscos que pesam sobre a economia nos Países Baixos dizem sobretudo respeito ao mercado da habitação e ao elevado endividamento das famílias, pelo que o indicador da dívida do setor privado está significativamente acima do limiar indicativo. Embora as famílias disponham de elevados ativos financeiros líquidos, o rácio dívida/ativos continua a aumentar, o que gera riscos para os orçamentos das famílias. O elevado endividamento hipotecário das famílias em relação ao seu rendimento disponível deve-se, em grande parte, aos incentivos fiscais, que, durante muitos anos, as levaram a contrair créditos hipotecários elevados, e a inovações financeiras, que lhes ofereceram acesso fácil ao crédito. Estes fatores contribuíram para o aumento dos preços das habitações. No entanto, esses preços têm vindo a baixar desde o início da crise. A queda acentuou-se no último ano, devendo prosseguir durante algum tempo. Embora o novo governo tenha adotado medidas de reforma, as perspetivas para o mercado da habitação deverão manter-se desfavoráveis enquanto a situação económica não melhorar. Esta situação afeta a economia real através dos seus efeitos na riqueza e na confiança e, indiretamente, no setor financeiro, pelo que os riscos em causa devem ser acompanhados de perto. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil examinar mais pormenorizadamente, no âmbito de uma análise aprofundada, os riscos existentes com vista a determinar se existe um desequilíbrio.*

**Áustria:** Na anterior ronda do PDM, a Áustria não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente a variação das quotas de mercado no setor das exportações, a dívida do setor privado e a dívida das administrações públicas. Globalmente, as quotas de mercado da Áustria no setor das

exportações caíram 11,5% em 2006-2011, mas essa queda parece ter cessado em 2011. Os indicadores da taxa de câmbio efetiva real e do custo unitário do trabalho não revelam problemas de competitividade dos preços e dos custos, prevendo-se que o crescimento do custo unitário do trabalho permaneça significativamente abaixo do limiar indicativo no período 2012-2014. A Áustria tem mantido uma posição forte em termos de produtividade absoluta (PIB expresso em paridade de poder de compra por pessoa empregada) e de exportações por pessoa empregada. No entanto, a recente contração do excedente da balança de transações correntes ocorreu algo abruptamente, em 2010-2011, dado que as exportações permaneceram abaixo do nível anterior à crise. Esta situação não permite que a avaliação seja demasiado positiva, podendo revelar a necessidade de a economia austríaca melhorar a sua capacidade de inovação e diversificação. Prevê-se que o excedente permaneça sólido, dada a gradual recuperação das exportações líquidas. Além disso, a dívida das administrações públicas aumentou para 72,3% do PIB. Embora tudo indique que a Áustria está no bom caminho no que respeita à correção do défice excessivo, o rácio de endividamento não deverá diminuir antes de 2014, exigindo-se, para tal, um esforço orçamental sustentado. Embora modere o risco de ciclos de retroação negativa entre o Estado e o setor financeiro, o processo de reestruturação dos bancos nacionalizados corre ainda alguns riscos de atraso. Em 2010, o endividamento do setor privado subiu para um valor ligeiramente acima do limiar indicativo, após o aumento contínuo do passivo das empresas durante vários anos. Em 2011, o passivo financeiro das famílias e das empresas aumentou mais lentamente do que o PIB. O crescimento do crédito ao setor privado diminuiu em 2011 e continuou a diminuir em 2012, dado o volume moderado dos empréstimos às empresas e às famílias. Por um lado, as empresas acumularam fundos próprios consideráveis; por outro, o investimento e a procura por parte dos consumidores abrandaram. Consequentemente, o rácio de endividamento em 2011 foi apenas ligeiramente superior ao limiar, tendo atingido 160,7% do PIB, e, provavelmente, continuará a diminuir, já que a procura de crédito permanece fraca. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Polónia:** Na anterior ronda do PDM, a Polónia não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: o saldo da balança de transações correntes e a posição de investimento internacional líquida. O défice da balança de transações correntes, ligeiramente superior ao limiar, tem sido largamente financiado através de investimento direto estrangeiro relativamente estável e de contributos dos fundos da UE, que servem de suporte à expansão da indústria transformadora virada para as exportações e ao desenvolvimento de uma rede moderna de infraestruturas de transportes. Além disso, o défice da balança de transações correntes deverá diminuir gradualmente nos próximos tempos, dada a fraqueza da procura interna, que conduz à contração das importações, e a melhoria da competitividade dos custos. Embora a posição de investimento internacional líquida esteja acima do limiar, a dívida externa líquida é agora mais reduzida, embora a dependência crescente da dívida soberana em relação a financiadores estrangeiros possa constituir uma fonte de risco. Houve uma pequena quebra da competitividade dos preços em 2006-2008, induzida por uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real nominal, mas esta tendência foi de algum modo invertida desde 2009, dado que a maior aversão ao risco à escala mundial fez aumentar a volatilidade e conduziu à depreciação da moeda nacional. Apesar dessa quebra, a Polónia registou um ganho importante, embora em queda, de quotas de mercado no setor das exportações e conteve o aumento do custo unitário do trabalho nominal, que deverá tornar-se ainda mais moderado devido ao agravamento da situação do mercado de trabalho. Além disso, a parte da dívida privada no PIB permanece modesta, apesar de um crescimento considerável do crédito em 2006-2009. No passado, uma parte significativa dos novos

empréstimos, em especial os hipotecários, era concedida em moeda estrangeira, o que fazia aumentar os riscos para a estabilidade dos setores bancário e das famílias, especialmente durante o recente período de acréscimo da volatilidade e de depreciação monetária. No entanto, o crescimento global do crédito abrandou consideravelmente e a concessão de novos empréstimos em moeda estrangeira registou uma quebra acentuada em 2010-2012. O preço das habitações tem vindo a diminuir continuamente desde 2008, embora a ritmo moderado, e o impacto desta evolução no setor financeiro tem sido gerível, verificando-se que os empréstimos de cobrança duvidosa provêm, na sua maioria, do setor empresarial e do crédito ao consumo. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Eslovénia:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Eslovénia apresentava graves desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente no que respeita à desalavancagem do setor empresarial, à estabilidade do setor bancário e, em certa medida, à competitividade externa. Desde então, a Eslovénia realizou alguns progressos na recapitalização dos bancos e na consolidação orçamental, mas a situação mantém-se frágil. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: a posição de investimento internacional líquida e, este ano, também a variação das quotas de mercado no setor das exportações. Na vertente externa, a posição de investimento internacional líquida permanece ligeiramente acima do limiar indicativo. Caso não ocorram grandes variações de valoração, o previsto aumento do excedente da balança de transações correntes tende a reduzir este desequilíbrio. O indicador do custo unitário do trabalho já não está acima do limiar indicativo, devido à estabilidade continuada dos salários nominais em conjugação com o aumento continuado da produtividade do trabalho, devendo manter-se esta tendência. Ao mesmo tempo, o indicador da perda de quotas de mercado no setor das exportações ultrapassou ligeiramente o limiar. No entanto, a situação da Eslovénia é mais vulnerável do que aquilo que estes indicadores podem sugerir, dados os riscos significativos provenientes do sistema bancário e as dificuldades do processo de desalavancagem em curso, que não se refletem inteiramente na reduzida diminuição do novo indicador do passivo do setor financeiro. O setor da construção tem vindo a contrair-se, sendo hoje menor do que antes da crise, mas os preços elevados das habitações e o baixo volume de transações sugerem que a situação do mercado do imobiliário ainda não está corrigida, podendo conduzir a novos ajustamentos, em especial no que se refere à valoração das garantias. As empresas não financeiras permanecem excessivamente alavancadas e os empréstimos problemáticos nestes segmentos continuam a pesar sobre o setor bancário. Por último, num contexto de maior pressão no financiamento da dívida soberana, as dificuldades na efetiva aplicação das reformas são uma fonte constante de vulnerabilidade. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um grave desequilíbrio em maio, examinar mais pormenorizadamente os riscos existentes e os progressos na correção dos desequilíbrios, no âmbito de uma análise aprofundada.*

**Eslováquia:** Na anterior ronda do PDM, a Eslováquia não apresentava desequilíbrios. No painel atualizado, dois indicadores estão acima dos limiares indicativos: a posição de investimento internacional líquida e a taxa de desemprego. Em 2011, a posição de investimento internacional líquida melhorou um pouco, mas a maior parte do passivo externo assenta em instrumentos que não são de dívida (nomeadamente o investimento direto estrangeiro, que tem sido orientado sobretudo para os setores virados para a exportação). A melhoria das balanças de bens e serviços e a saída crescente de rendimentos têm contribuído, desde 2009, para a estabilidade da balança de transações correntes. Devido a um forte crescimento das exportações da indústria transformadora, prevê-se que a balança comercial e

a balança de transações correntes melhorem a partir de 2012. Os indicadores da taxa de câmbio efetiva real e do custo unitário do trabalho são agora inferiores aos respetivos limiares, dado que o impacto da forte apreciação nominal antes da adoção do euro e a quebra da produtividade induzida pela recessão em 2009 estão a atenuar-se. Como se prevê que o desemprego continue, nos próximos anos, bem acima do nível anterior à crise, as pressões salariais deverão manter-se sob controlo. A evolução relativamente favorável e continuada dos indicadores de competitividade reflete-se também no atual aumento da produtividade do trabalho e das quotas de mercado no setor das exportações. A elevada participação de capitais estrangeiros no setor bancário evitou uma forte expansão do crédito, pelo que a Eslováquia ficou a salvo deste problema, e contribuiu para manter as dívidas pública e privada a níveis relativamente moderados. No entanto, o rácio de endividamento público aumentou substancialmente nos últimos anos. A taxa de desemprego, muito acima do limiar, continua a ser um dos problemas estruturais mais prementes da economia nacional. O desemprego persistentemente elevado decorre da ausência de uma melhoria do mercado de trabalho desde o início da crise, bem como da persistência de grandes disparidades regionais no crescimento económico e no emprego. *Após apreciação global, a Comissão não efetuará, nesta fase, uma análise mais aprofundada no contexto do PDM.*

**Finlândia:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Finlândia apresentava desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente no que respeita à evolução da competitividade. Alguns indicadores do painel estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente a variação das quotas de mercado no setor das exportações, o custo unitário do trabalho nominal, a dívida do setor privado e a taxa de crescimento do passivo do setor financeiro. No plano externo, persistem os problemas de competitividade, continuando a Finlândia a registar uma perda significativa de quotas de mercado no setor das exportações, embora a um ritmo ligeiramente inferior ao da quebra acentuada em 2009-2010. Antes de 2009, ocorreram pequenas perdas anuais nas quotas de mercado no setor das exportações, por vezes interrompidas por pequenos ganhos. Contudo, em 2009-2010, registaram-se grandes perdas, seguidas, em 2011, de novas perdas, mas menos acentuadas. A diminuição das quotas de mercado da Finlândia no setor das exportações reflete, em parte, os problemas relacionados com a competitividade não baseada no preço e a diminuição das exportações do setor da eletrónica. Esta evolução foi acompanhada do aumento do custo unitário do trabalho nominal e da evolução do saldo da balança de transações correntes, de um excedente para um pequeno défice em 2011. Prevê-se que o custo unitário do trabalho continue a crescer mais rapidamente do que a média na área do euro e que o défice da balança de transações correntes persista e aumente mesmo um pouco. No plano interno, a economia parece estar mais equilibrada do que no ano passado: a dívida do setor privado (de empresas não financeiras) está a diminuir, mas situa-se ainda acima do limiar. O setor empresarial não financeiro iniciou a sua desalavancagem e as famílias deverão iniciar lentamente o mesmo processo em 2013. Entretanto, os preços reais das habitações, que ultrapassaram o limiar indicativo em 2010, diminuíram ligeiramente em 2011, confirmando a avaliação efetuada na anterior análise aprofundada segundo a qual existia um pequeno risco de sobreaquecimento do mercado da habitação. O setor financeiro mantém-se forte, com um bom nível de solvência, mas a liquidez pode ser melhorada. Registou-se um forte crescimento do passivo financeiro do setor financeiro, mas grande parte desse crescimento deve-se à decisão de uma instituição financeira de centralizar os seus produtos derivados na filial finlandesa. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em maio, analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Suécia:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que a Suécia apresentava desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente no que respeita à evolução da dívida do setor privado e do mercado da habitação. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente o excedente da balança de transações correntes, a variação das quotas de mercado no setor das exportações e a dívida do setor privado. O excedente da balança de transações correntes tem diminuído desde 2007, prevendo-se que, no médio prazo, continue a diminuir. Os fortes excedentes resultam de regras orçamentais ambiciosas e da elevada poupança associada às pensões efetuada pelas famílias, e não de políticas que travariam artificialmente a procura interna. A perda significativa de quotas de mercado no setor das exportações em 2005-2009 abrandou consideravelmente em 2010-2011. Essa perda não parece dever-se a uma evolução desfavorável dos preços e dos custos no mercado nacional, já que os preços e o custo unitário do trabalho têm vindo a crescer mais lentamente do que nos principais parceiros comerciais da Suécia, mas sim, como noutros Estados-Membros, à integração das economias em rápido crescimento no mercado mundial. Para o futuro, prevê-se que o custo unitário do trabalho aumente moderadamente. Na vertente interna, deve prestar-se atenção ao elevado nível da dívida privada, que está muito acima do limiar. A dívida das empresas sofreu algum ajustamento em 2009-2011, mas permanece elevada, mesmo excluindo os empréstimos interempresas. O nível de endividamento das famílias cria, apesar de alguns fatores atenuantes, um risco acrescido para a estabilidade macroeconómica, tornando os orçamentos familiares mais vulneráveis aos choques negativos. Embora os preços no setor imobiliário se tenham estabilizado em 2011 e a análise aprofundada de 2012 não tenha detetado desvios significativos naqueles preços, os anteriores aumentos dos preços exigem prudência. O mercado da habitação continua propenso a uma evolução desequilibrada, por causa das políticas que tendem a criar pressões ascendentes nos preços e contribuem para o aumento do endividamento das famílias. Apesar do elevado nível da dívida privada, os riscos para os bancos são atenuados pela elevada capitalização e pelas reservas de liquidez de que dispõem, pela boa capacidade de serviço da dívida das empresas e famílias e por um longo período de taxas de incumprimento muito baixas. Por outro lado, o elevado nível da dívida privada torna os bancos suecos mais vulneráveis à eventual perda de confiança dos investidores caso ocorra uma maior quebra nos preços das habitações. A curto e médio prazo, é provável que o rácio dívida privada/PIB e os preços nominais das habitações se mantenham, em geral, estáveis, devido à desaceleração do crédito às famílias e empresas e às recentes medidas políticas para o mercado da habitação. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em maio, analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

**Reino Unido:** Em maio de 2012, a Comissão concluiu que o Reino Unido apresentava desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente no que respeita à evolução do endividamento das famílias, do mercado da habitação e, em certa medida, da competitividade externa. No painel atualizado, alguns indicadores estão acima dos limiares indicativos, nomeadamente a variação das quotas de mercado no setor das exportações, a dívida das administrações públicas e a dívida do setor privado. Na vertente externa, as quotas de mercado no setor das exportações sofreram, em 2007 e 2008, uma forte quebra, o que empurrou o indicador para um nível bem superior ao limiar, mas mantiveram-se, grosso modo, estáveis em 2011. O défice da balança de transações correntes foi de 1,9% do PIB em 2011, o que contribuiu para manter o indicador abaixo do limiar. No entanto, prevê-se que a balança de transações correntes se deteriore em 2012, devido a um saldo líquido comercial abaixo do previsto, que se explica, por sua vez, por uma fraca procura externa e por um dinamismo surpreendente das importações. No entanto, para os próximos anos, prevê-se que o défice diminua, acompanhando o lento reequilíbrio da economia que se dirige para um saldo

exportações-importações positivo, embora com um défice significativo persistente no comércio de mercadorias. O Reino Unido continua a defrontar-se com desafios estruturais importantes para melhorar o seu desempenho comercial. Esses desafios são, nomeadamente, a necessidade de aumentar a produtividade e a competitividade não baseada no preço do setor da produção de mercadorias, de recuperar o dinamismo anterior à crise na exportação de serviços e de continuar a reorientar as exportações para mercados em crescimento rápido. A situação externa líquido do Reino Unido é ligeiramente negativa, mas sustentável, tendo a posição de investimento internacional líquida melhorado em 2011. Na vertente interna, prossegue a desalavancagem gradual das famílias, tendo-se mantido a atividade no mercado da habitação a um nível baixo e o crédito ao setor privado a um nível muito reduzido. No entanto, a dívida do setor privado continua muito acima do limiar do indicador. A desalavancagem poderá diminuir se a economia recuperar, dado que a limitada oferta de habitação implica, muito provavelmente, a manutenção, no médio prazo, dos preços elevados das habitações, e que o endividamento hipotecário poderá aumentar de novo, assim que as condições de crédito melhorem. Em alternativa, se os preços do imobiliário diminuïrem acentuadamente, as despesas dos consumidores poderão ser afetadas e poderão surgir riscos para os mutuantes. O nível elevado e crescente da dívida pública continua a ser preocupante e, embora ainda se preveja uma diminuição gradual do défice orçamental, os progressos na consolidação orçamental abrandaram, num contexto de reduzido crescimento económico. Por fim, o esforço continuado de saneamento do setor financeiro – que é um dos mais alavancados na UE – significa que os passivos dos bancos não deverão aumentar rapidamente, embora a escassez de crédito esteja, por sua vez, a travar o crescimento económico e, por conseguinte, os progressos em matéria de consolidação orçamental. *Numa apreciação global, a Comissão considera ser útil, tendo também em conta que foi detetado um desequilíbrio em maio, analisar mais aprofundadamente a persistência de desequilíbrios ou a sua correção.*

#### 4. CONCLUSÕES

A existência de desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente défices e excedentes externos elevados e persistentes, a perda de competitividade e a acumulação de endividamento privado e público, tem contribuído para agravar a crise. A segunda aplicação do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos tem lugar num contexto de tensões financeiras persistentes, incerteza e perspetivas de reduzido crescimento. A correção dos desequilíbrios reconfigura o panorama económico. Os Estados-Membros continuam a adaptar-se ao impacto da crise, mas os desafios e as repercussões diferem, de país para país, tanto no seu âmbito como na sua gravidade. Tal como referido na análise anual do crescimento efetuada pela Comissão<sup>7</sup>, para além da correção dos grandes desequilíbrios acumulados ao longo dos últimos anos, a União e os Estados-Membros estão igualmente a dar resposta aos desafios interdependentes da luta contra o reduzido crescimento e o elevado desemprego, da sustentabilidade das finanças públicas e da recuperação da estabilidade do sistema financeiro. O bom funcionamento do mercado único contribui igualmente para melhorar o potencial de crescimento e a correção dos desequilíbrios<sup>8</sup>.

A correção dos desequilíbrios macroeconómicos está em curso em muitos Estados-Membros, especialmente nos que têm tido elevados défices externos e grandes desequilíbrios nos

---

<sup>7</sup> COM(2012) 750 de 28.11.2012.

<sup>8</sup> Tal exige a realização imediata das ações-chave incluídas nos atos para o mercado único I e II e maiores esforços de reforma a nível nacional, como previsto na comunicação relativa ao relatório anual sobre a integração do mercado único, COM(2012) 752 de 28.11.2012.



orçamentos das famílias e/ou das empresas, bem como no setor público. Este processo ainda não está concluído e, em vários Estados-Membros, o ajustamento agravou consideravelmente os níveis de desemprego e contribuiu para a redução da atividade económica a curto prazo.

Na ronda anterior, a Comissão identificou doze Estados-Membros para os quais se justificava uma análise aprofundada<sup>9</sup> e em todos eles foi confirmada, no âmbito da vertente preventiva do PDM, a existência de desequilíbrios. A abordagem abrangente adotada explica-se pelo facto de no ano passado se ter efetuado pela primeira vez a supervisão no âmbito daquele procedimento, pelo que foi necessário ter igualmente em conta a correção dos desequilíbrios anteriormente acumulados. Alguns Estados-Membros devem corrigir os desequilíbrios acumulados tanto no plano interno como no externo. Terão de reduzir os elevados níveis de endividamento global e restabelecer a competitividade, a fim de melhorar as suas perspetivas de crescimento e os resultados das exportações. A análise aprofundada ajudará a avaliar os fatores de evolução da produtividade, da competitividade e do comércio, bem como as implicações do nível de endividamento acumulado e o nível dos desequilíbrios conexos em vários Estados-Membros. Alguns países registam um ajustamento rápido devido, em parte, aos efeitos de recuperação, podendo esta evolução exigir um exame mais minucioso.

Tendo em conta as conclusões de maio de 2012 sobre a existência de desequilíbrios macroeconómicos, bem como o painel atualizado, a Comissão considera ser necessário analisar mais pormenorizadamente a evolução da acumulação e da correção dos desequilíbrios e os correspondentes riscos em 14 Estados-Membros: **Bélgica, Bulgária, Dinamarca, Espanha, França, Itália, Chipre, Hungria, Malta, Países Baixos, Eslovénia, Finlândia, Suécia e Reino Unido**. Os países que estão a aplicar um programa de reformas negociado com a Comissão e beneficiam de assistência financeira externa encontram-se já em regime de supervisão económica reforçada, pelo que a sua situação e as suas políticas económicas não são objeto do PDM. Os Estados-Membros em causa são a Grécia, a Irlanda, Portugal e a Roménia.

Os 14 Estados-Membros para os quais a Comissão tenciona iniciar uma análise aprofundada apresentam diferentes desafios e riscos potenciais, inclusive efeitos indiretos. As análises aprofundadas contribuirão para avaliar os riscos em causa, determinar quais desses Estados-Membros apresentam desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos, e avaliar os progressos realizados na correção desses desequilíbrios.

*No âmbito da supervisão multilateral e em conformidade com o disposto no artigo 3.º, n.º 5, do Regulamento, a Comissão convida o Conselho e o Eurogrupo a debater o presente relatório. A Comissão também aguarda o contributo do Parlamento Europeu e das outras partes interessadas. Tendo em conta esses debates, a Comissão começará a elaborar análises aprofundadas sobre os Estados-Membros em causa.*

---

<sup>9</sup> Estes Estados-Membros eram a Bélgica, a Bulgária, a Dinamarca, a Espanha, a França, a Itália, Chipre, a Hungria, a Eslovénia, a Finlândia, a Suécia e o Reino Unido.

## Anexo 1: Definições e evolução do painel de indicadores do mecanismo de alerta

O painel de indicadores do PDM é estabelecido e tornado público pela Comissão, em conformidade com o artigo 4.º do Regulamento n.º 1176/2011. No relatório do mecanismo de alerta de fevereiro de 2012, o painel era formado por dez indicadores consonantes com o âmbito da supervisão, em conformidade com o artigo 4.º, n.º 3, do Regulamento<sup>10</sup>. Como anteriormente acordado, foi acrescentado, para a ronda deste ano, um décimo primeiro indicador, relativo à taxa de crescimento do passivo do setor financeiro, ao painel de indicadores<sup>11</sup>. As definições dos outros dez indicadores mantiveram-se inalteradas.

Embora no primeiro ano o painel do PDM tenha já permitido evidenciar um conjunto de questões financeiras (designadamente o fluxo do crédito ao setor privado, a dívida do setor privado e a dívida do setor público), o Parlamento Europeu<sup>12</sup> e o Conselho<sup>13</sup> apoiaram a intenção da Comissão de acrescentar ao painel, em tempo útil para a segunda ronda do PDM, um novo indicador, com vista a uma melhor apreensão das interligações da economia real com o setor financeiro<sup>14</sup>. O CERS apresentou também observações e o seu parecer sobre a configuração inicial do painel e sobre a inclusão de um indicador suplementar relativo ao setor financeiro<sup>15</sup>.

O painel de indicadores visa possibilitar a identificação precoce de desequilíbrios. Nesse sentido, a escolha dos indicadores centra-se nos aspetos mais importantes dos desequilíbrios externos e internos: o painel inclui, em especial, dados sobre a balança de transações correntes, a posição de investimento internacional líquida, a taxa de câmbio efetiva real, as quotas de mercado no setor das exportações, bem como sobre os preços dos ativos, designadamente a habitação, o endividamento público e privado, o crescimento do crédito e o desemprego. Os limiares indicativos foram fixados a níveis prudentes, com vista a evitar um número excessivo de «falsos alarmes», mas não em demasia, para que os problemas possam ser detetados antes de se enraizarem<sup>16</sup>.

As definições dos indicadores do painel são apresentadas no quadro A1. O quadro A2 mostra os valores dos indicadores do painel atualizado e os respetivos limiares indicativos. Os

---

<sup>10</sup> Ver igualmente «Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances», *European Economy — Occasional Papers*, 92.

<sup>11</sup> Ver o documento anexo intitulado «Completing the Scoreboard for the MIP: Financial Sector Indicator», SWD(2012) 389.

<sup>12</sup> Ponto 9 da Resolução do Parlamento Europeu de 15.12.2011: «O Parlamento Europeu (...) [t]oma nota da intenção da Comissão de fornecer, em finais de 2012 e a tempo do Semestre Europeu seguinte, um novo conjunto de indicadores e de limiares conexos relativos ao setor financeiro.».

<sup>13</sup> Ponto 9 das conclusões do Conselho ECOFIN de 8.11.2011: «Solicita-se ainda à Comissão que, até ao final de 2012 e em consonância com o regulamento, apresente sugestões sobre um indicador relativo ao setor financeiro, tendo em vista a sua inclusão no Semestre Europeu de 2013».

<sup>14</sup> O artigo 4.º, n.º 3, alínea a), do Regulamento (UE) n.º 1176/2011 determina que o painel inclua, entre outros, indicadores sobre «[d]esequilíbrios internos, nomeadamente os que possam resultar do endividamento público ou privado, da evolução do mercado financeiro e do mercado de valores mobiliários, incluindo a habitação, (...)».

<sup>15</sup> «Views of the ESRB on the Envisaged Scoreboard Indicators Relevant for Financial Market Stability», disponível em <http://www.esrb.europa.eu/pub/html/index.en.html>.

<sup>16</sup> Os limiares do painel de indicadores foram mantidos ao mesmo nível que no anterior relatório sobre o mecanismo de alerta. O limiar para o novo indicador foi definido como o terceiro quartil da distribuição disponível. Trata-se da mesma abordagem estatística que foi utilizada para os outros indicadores (exceto para o indicador da dívida pública).

valores dos indicadores para os anos anteriores são apresentados no anexo estatístico<sup>17</sup>. As zonas a sombreado assinalam as situações em que o valor do indicador ultrapassa o limiar indicativo. Os limiares são os mesmos para todos os países (com exceção dos indicadores relativos à taxa de câmbio efetiva real e ao custo unitário do trabalho, em que foi feita uma distinção entre os países da área do euro e os restantes países). Deve notar-se que a avaliação tem igualmente em conta os dados mais recentes, bem como as perspetivas económicas das previsões do outono da Comissão, publicadas em 7 de novembro de 2012<sup>18</sup>.

A avaliação dos desequilíbrios, ou, mais precisamente, a conclusão de que a situação de um determinado Estado-Membro justifica um exame mais pormenorizado por via de uma análise aprofundada, não resulta da aplicação mecânica dos indicadores do painel e dos respetivos limiares. Essa avaliação pela Comissão é o resultado de uma leitura económica do painel de indicadores complementado com informações e indicadores suplementares, tendo devidamente em conta as circunstâncias e as instituições específicas de cada país, bem como as conclusões das análises aprofundadas de maio de 2012.

Em conformidade com o Regulamento, são tomados em conta indicadores suplementares, que são apresentados no quadro A3. Esses indicadores abrangem aspetos ligados à situação macroeconómica geral (incluindo a atividade económica e o investimento), o processo de convergência nominal e real dentro e fora da área do euro, incluindo outros aspetos do desempenho comercial, e dados mais pormenorizados sobre os passivos externos, incluindo o investimento direto estrangeiro e dívida externa líquida. Assinalam também a possibilidade de ocorrência de desequilíbrios, assim como a capacidade de ajustamento de uma economia, designadamente em termos de produtividade. O conjunto de indicadores auxiliares passou também a incluir um indicador suplementar sobre a alavancagem do setor financeiro, que deverá ajudar a interpretar o novo indicador sobre a taxa de crescimento do passivo do setor financeiro.

O painel de indicadores é, e deve continuar a ser, uma ferramenta simples e clara que funciona como um filtro que ajuda a centrar nos seus alvos a supervisão no âmbito do PDM. Neste contexto, é conveniente assegurar a estabilidade no tempo. Neste momento, a Comissão não prevê o acrescento de novos indicadores ao painel. Dito isto, a Comissão está empenhada em melhorar a qualidade do referido painel. Nesse sentido, continuará a manter contactos a nível técnico com os Estados-Membros, o BCE e o CERS, com vista a manter o painel atualizado na sua configuração, o que pode implicar ajustamentos técnicos nas definições das variáveis presentes no painel. Além disso, a Comissão (Eurostat) está empenhada em assegurar um procedimento fiável e juridicamente vinculativo relativo à qualidade das estatísticas em que se baseia o painel e de outros dados de interesse para o PDM<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Ver o documento anexo «Statistical Annex to the Alert Mechanism Report», SWD(2012) 421; ver igualmente o comunicado de imprensa do Eurostat de 28 de novembro de 2012.

<sup>18</sup> *European Economy*, 8/2012.

<sup>19</sup> Em 2012, a Comissão (Eurostat) desenvolveu trabalho sobre uma série de questões estatísticas identificadas durante a primeira ronda do PDM, nomeadamente as estatísticas dos fluxos de crédito e de dívida do setor privado. No que respeita às entidades com finalidade especial, o Eurostat realizou missões em vários Estados-Membros a fim de recolher dados e informações pormenorizadas sobre as fontes das estatísticas e os métodos utilizados. Em relação aos empréstimos interempresas, foram realizados trabalhos no contexto do subgrupo do BCE para a dívida privada. As informações coligidas nestes exercícios serão úteis para os dois grupos de trabalho criados para elaborar orientações mais específicas respeitantes a sociedades gestoras de participações sociais, sedes sociais e entidades com finalidade especial, bem como a dados consolidados/não consolidados. No que respeita aos índices de preços das habitações, está a decorrer um

---

trabalho de cooperação entre a Comissão (Eurostat), a OCDE, o BCE e o Banco de Pagamentos Internacionais, destinado a coligir dados mais antigos para as séries trimestrais e a melhorar os metadados. Embora diversos indicadores essenciais sejam abrangidos por um quadro de controlo da qualidade exaustivo, outros indicadores essenciais e outros indicadores suplementares nesta matéria necessitam de quadros de monitorização da qualidade mais precisos e de medidas para os melhorar.

**Quadro A1. Indicadores do painel e respetivos limiares indicativos**

	Desequilíbrios e competitividade externos					Desequilíbrios internos					
<b>Indicador</b>	Média de 3 anos da <b>balança de transações correntes</b> , em % do PIB	<b>Posição de investimento internacional líquida</b> , em % do PIB	Variação (%) em 3 anos da <b>taxa de câmbio efetiva real</b> , deflatores IHPC relativos a 35 países industrializados (a)	Variação (%) em 5 anos das <b>quotas de mercado no setor das exportações</b>	Variação (%) em 3 anos do <b>custo unitário do trabalho nominal</b> (b)	Variação anual (%) dos <b>preços das habitações deflacionados</b> (c)	<b>Fluxo de crédito ao setor privado</b> , em % do PIB (d), (e)	<b>Taxa de desemprego - média de 3 anos</b>	<b>Dívida do setor privado</b> , em % do PIB (d), (e)	<b>Dívida das administrações públicas</b> , em % do PIB (f)	Variação anual (%) do <b>passivo total do setor financeiro</b> , dados não consolidados
<b>Fonte dos dados</b>	EUROSTAT (estatísticas da balança de pagamentos)	EUROSTAT (estatísticas da balança de pagamentos)	DG ECFIN (base de dados sobre competitividade e dos preços e dos custos)	EUROSTAT (estatísticas da balança de pagamentos)	EUROSTAT (contas nacionais)	EUROSTAT	EUROSTAT (contas nacionais)	EUROSTAT (inquérito às forças de trabalho)	EUROSTAT (contas nacionais)	EUROSTAT (PDE – definição do Tratado).	EUROSTAT (contas nacionais)
<b>Limiares indicativos</b>	-4/+6% Quartil inferior (utilizado também como referência para o limiar superior)	-35% Quartil inferior	+/- 5% para área € +/- 5% para não área € Quartis inferior e superior da área €-/+ desv. p. na área €	-6% Quartil inferior	+ 9% área € + 12% não área € Quartil superior área € + 3%	+6% Quartil superior	+15% Quartil superior	+10%	160% Quartil superior	+60%	16,5%
<b>Período abrangido no cálculo dos limiares</b>	1970-2007	Primeiro ano disponível (meados anos 90) - 2007)	1995-2007	1995-2007	1995-2007	Primeiro ano disponível - 2007	1995-2007	1994-2007	1994-2007		1991-2007
<b>Alguns indicadores suplementares a utilizar na leitura económica</b>	Posição líquida credora/devedora em relação ao resto do mundo (BTC + BC), em % do PIB	Dívida externa líquida, em % do PIB	Taxa de câmbio efetiva real em relação ao resto da área €	Quotas de mercado no setor das exportações, com base no volume de mercadorias; produtividade do trabalho; tendência de crescimento da PTF	Custo unitário do trabalho nominal (variação em 1, 5, 10 anos); custo unitário do trabalho efetivo em relação ao resto da área €	Variação dos preços reais das habitações (acumulada em 3 anos); índice dos preços nominais das habitações; valor acrescentado na construção de habitações	Variação da dívida privada		Dívida do setor privado com base em dados consolidados		Rácio dívida/fundos próprios

Observações: (a) Para os parceiros comerciais da UE, utiliza-se o IHPC; para os parceiros comerciais de países terceiros, o deflator baseia-se num IPC próximo do IHPC no método de cálculo; (b) Índice que fornece o rácio remuneração nominal por trabalhador / PIB real por pessoa empregada; (c) Variação dos preços das habitações em relação ao deflator do consumo do EUROSTAT; (d) O setor privado é definido como o conjunto das empresas não financeiras, das famílias e das instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias; (e) Somatório dos empréstimos, valores mobiliários (exceto ações) e passivos, não consolidado; (f) A sustentabilidade das finanças públicas *não* será avaliada no contexto do PDM, dado que esta questão já está contemplada no PEC. No entanto, este indicador integra o painel devido ao facto de o endividamento público contribuir para o endividamento total do país e, consequentemente, para a vulnerabilidade global do país.

**Quadro A2: Painel de indicadores do PDM com os valores de 2011**

Ano 2011	Desequilíbrios e competitividade externos					Desequilíbrios internos					
	Média de 3 anos da balança de transações correntes, em % do PIB	Posição de investimento internacional líquida, em % do PIB	Variação (%) em 3 anos da taxa de câmbio efetiva real com os deflatores do IHPC	Variação (%) em 5 anos das quotas de mercado no setor das exportações	Variação (%) em 3 anos do custo unitário do trabalho nominal	Variação anual (%) dos preços das habitações deflacionados	Fluxo de crédito ao setor privado, em % do PIB	Dívida do setor privado, em % do PIB	Dívida das administrações públicas, em % do PIB	Taxa de desemprego - média de 3 anos	Variação anual (%) do passivo total do setor financeiro, dados não consolidados
<b>Limiares</b>	<b>-4/+6%</b>	<b>-35%</b>	<b>±5% &amp; ±11%</b>	<b>-6%</b>	<b>+9% &amp; +12%</b>	<b>+6%</b>	<b>15%</b>	<b>160%</b>	<b>60%</b>	<b>10%</b>	<b>16,5%</b>
BE	-0,3	65,7	-0,5	-10,2	6,2	-0,1	11,6	236	98	7,8	4,7
BG	-3,4	-85,6	3,1	17,2	20,3	-9,0	-6,7	146	16	9,4	5,6
CZ	-3,0	-49,3	0,3	8,4	3,3	0,0	2,5	78	41	6,9	3,8
DK	5,0	24,5	-1,7	-16,9	4,7	-4,9	-2,2	238	47	7,0	4,7
DE	5,9	32,6	-3,9	-8,4	5,9	1,4	4,8	128	81	6,9	2,1
EE	2,8	-57,8	0,8	11,1	-6,2	3,3	6,8	133	6	14,4	-4,4
IE	0,0	-96,0	-9,1	-12,2	-12,8	-15,2	4,0	310	106	13,3	-0,6
EL	-10,4	-86,1	3,1	-18,7	4,1	-5,1	-5,5	125	171	13,2	-3,4
ES	-4,3	-91,7	-1,3	-7,6	-2,1	-10,0	-4,1	218	69	19,9	3,7
FR	-1,6	-15,9	-3,2	-11,2	6,0	3,8	4,0	160	86	9,6	7,3
IT	-2,9	-20,6	-2,1	-18,4	4,4	-2,0	2,6	129	121	8,2	3,8
CY	-8,4	-71,3	-0,9	-16,4	8,8	-8,5	16,1	288	71	6,6	-0,2
LV	3,1	-73,3	-0,6	23,6	-15,0	4,9	-2,5	125	42	18,1	-4,5
LT	0,0	-52,6	3,6	25,2	-8,4	2,4	-0,8	70	39	15,6	8,9
LU	7,5	107,8	0,8	-10,1	12,5	1,5	2,5	326	18	4,8	11,3
HU	0,6	-105,9	-3,3	-2,8	3,7	-4,1	6,4	167	81	10,7	-2,6
MT	-4,3	5,7	-3,0	11,7	5,8	-2,3	2,2	210	71	6,8	1,4
NL	7,5	35,5	-1,6	-8,2	5,8	-4,0	0,7	225	66	4,2	7,2
AT	2,2	-2,3	-1,0	-12,7	5,9	-8,0	4,1	161	72	4,4	-0,3
PL	-4,6	-63,5	-10,9	12,8	4,3	-5,7	7,1	80	56	9,2	4,4
PT	-9,1	-105,0	-1,9	-9,5	0,9	-3,6	-3,2	249	108	11,9	-0,7
RO	-4,3	-62,5	-2,4	22,8	12,9	-18,9	1,8	72	33	7,2	4,3

SI	-0,4	-41,2	-0,3	-6,1	8,3	1,0	1,9	128	47	7,1	-1,3
SK	-2,1	-64,4	4,3	20,9	4,4	-5,6	3,3	76	43	13,4	1,2
FI	0,6	13,1	-1,3	-22,9	9,1	-0,3	4,6	179	49	8,1	30,8
SE	6,6	-8,3	3,9	-11,6	1,2	1,0	6,3	232	38	8,1	3,6
UK	-2,2	-17,3	-7,1	-24,2	8,1	-5,4	1,0	205	85	7,8	8,5

Nota: A data-limite foi 1 de novembro de 2012.

**Quadro A3: Indicadores suplementares utilizados na leitura económica do painel de indicadores do PDM, 2011**

	Crescimento anual (%) do PIB real	Formação bruta de capital fixo, em % do PIB	Despesas internas brutas em I&D, em % do PIB	Saldo da balança de transações correntes, em % do PIB, dados da balança de pagamentos	Posição líquida credora/devedora, em % do PIB, dados da balança de pagamentos	Dívida externa líquida, em % do PIB	Afluxo de investimento direto estrangeiro, em % do PIB	Saldo da balança comercial dos produtos energéticos, em % do PIB	Variação (%) em 3 anos da taxa de câmbio efetiva real em relação à área € (17)	Variação anual (%) das quotas de mercado no setor das exportações, em volume	Crescimento anual (%) da produtividade do trabalho	Crescimento anual (%) do emprego	Variação (%) em 10 anos do custo unitário do trabalho nominal	Variação (%) em 10 anos do custo unitário do trabalho efetivo em relação à área € (17)	Variação (%) em 3 anos dos preços nominais das habitações	Construção de habitações, em % do PIB	Dívida do setor privado, em % do PIB, dados consolidados	Alavancagem do setor financeiro (dívida/fundos próprios)
Ano	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011
BE	1,8	20,7	2,0	-1,4	-1,7	-127,6	20,1	-3,7	1,4	-1,6	0,4	1,3	20,3	3,7	5,1	nd	143	641
BG	1,7	20,9	0,6	0,3	1,6	33,9	4,5	-0,6		5,2	6,1	-4,2	69,5		-32,4	nd	136	414
CZ	1,9	23,9	1,8	-2,8	-2,5	1,1	2,5	-1,4		5,2	1,6	0,6	23,2		-5,0	3,8	73	624
DK	0,8	17,2	3,1	5,6	5,9	18,0	3,8	0,7		1,2	1,2	-0,5	29,3		-11,9	4,7	238	377
DE	3,0	18,1	2,8	5,7	5,7	-2,9	1,1	-19,8	-0,9	2,5	1,6	1,4	5,5	-14,1	5,4	5,6	109	524
EE	8,3	21,7	2,4	2,1	6,3	6,5	1,2	nd	3,2	25,7	1,2	6,7	64,4	44,8	-28,0	3,5	132	373
IE	1,4	10,1	1,7	1,1	1,0	-339,2	5,2	nd	-6,5	-1,7	3,6	-2,1	15,4	0,1	-38,7	2,6	281	158
EL	-7,1	15,1	nd	-9,9	-8,6	-98,0	0,4	-2,7	4,6	-6,0	-1,6	-5,6	31,1	11,5	-3,5	4,7	125	2728
ES	0,4	21,1	1,3	-3,5	-3,0	93,5	2,0	-8,5	0,4	3,2	2,2	-1,6	25,3	4,3	-15,3	6,4	204	941
FR	1,7	20,1	2,3	-2,0	-2,0	36,1	1,5	-12,7	-0,4	-0,8	1,2	0,5	22,3	5,1	3,5	6,1	139	461
IT	0,4	19,6	1,3	-3,1	-3,0	49,0	1,6	-13,9	0,9	-0,2	0,3	0,3	28,3	11,1	0,4	5,5	126	1172
CY	0,5	16,3	0,5	-4,7	-4,5	37,9	5,5	nd	0,7	-2,3	0,0	0,4	34,6	12,4	-16,7	5,0	281	2539
LV	5,5	21,3	0,7	-2,2	0,0	46,4	5,1	-0,2		6,8	14,8	-8,4	94,4		-38,7	1,5	118	704
LT	5,9	17,8	0,9	-3,7	-1,3	32,3	3,4	-0,5		7,9	3,8	2,0	33,6		-30,8	1,8	67	633
LU	1,7	19,0	1,4	7,1	6,8	-3022,2	645,3	nd	2,0	-2,2	-1,2	2,6	35,7	14,0	6,5	3,4	267	50
HU	1,6	17,9	1,2	0,9	3,3	52,6	3,7	-1,4		2,7	1,2	0,8	44,3		-8,5	1,8	147	562
MT	1,9	14,8	0,7	-0,3	0,7	-158,3	4,7	0,0	1,8	-4,8	-0,5	2,5	23,7	7,0	-4,6	2,5	169	362
NL	1,0	17,7	2,0	9,7	9,7	36,8	1,6	-4,6	0,0	-1,9	0,5	0,6	20,0	3,2	-7,5	4,9	224	231
AT	2,7	21,4	2,8	0,6	0,4	24,4	3,5	-2,8	1,2	0,9	1,3	1,7	13,2	-1,6	-2,9	4,4	146	378
PL	4,3	20,3	0,8	-4,9	-2,9	35,8	3,7	nd		1,5	3,3	1,1	5,7		-7,6	2,6	77	377
PT	-1,7	18,1	nd	-6,5	-5,3	83,4	4,4	nd	-0,5	2,7	-0,1	-1,9	19,4	1,4	2,0	3,4	223	542
RO	2,5	24,6	0,5	-4,4	-3,9	38,0	1,3	-0,7		4,1	2,0	-1,3	154,9		-39,5	nd	71	662
SI	0,6	18,5	2,5	0,0	-0,3	37,5	2,0	-0,5	0,4	1,0	2,2	-1,4	38,9	21,0	-6,8	3,0	116	639
SK	3,2	23,1	0,7	0,1	1,3	21,7	2,2	-1,0	5,0	5,0	1,4	1,5	28,8	12,6	-17,8	2,3	76	1079
FI	2,7	19,6	3,8	-1,6	-1,5	30,9	1,0	-1,4	2,2	-6,6	1,6	1,1	21,9	3,8	11,1	6,8	153	616
SE	3,9	18,4	3,4	6,4	6,3	62,4	2,7	-1,6		0,6	1,6	2,2	8,1		13,8	3,7	216	305
UK	0,9	14,2	1,8	-1,9	-1,7	45,2	2,3	-2,2		-1,2	0,4	0,5	26,2		-2,0	3,2	nd	1187



**Nota:** A data-limite foi 1 de novembro de 2012. **Fonte:** EUROSTAT, exceto para os preços das habitações deflacionados (dados do Eurostat completados com dados do BCE), as quotas de mercado no setor das exportações, em volume (PEM do FMI), a taxa de câmbio efetiva real com os deflatores do IHPC (DG ECFIN) e o custo unitário do trabalho efetivo em relação à área do euro (DG ECFIN).