COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 5.3.2014
COM(2014) 150 final

COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO

AO PARLAMENTO EUROPEU, AO CONSELHO E AO EUROGRUPO

Resultados das apreciações aprofundadas realizadas no âmbito do Regulamento (UE) n.º 1176/2011 sobre prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos

A presente comunicação resume os resultados das apreciações aprofundadas (AA) para determinar a existência em vários Estados-Membros de desequilíbrios e desequilíbrios excessivos. (*) *Também apresenta a dimensão destes desequilíbrios na área do euro e o modo de enfrentar os diferentes desafios estratégicos no contexto mais vasto da área do euro. Além disso, a fim de contribuir para a supervisão integrada, a comunicação aborda igualmente as várias evoluções orçamentais: em relação aos países abrangidos, a Comissão atualiza a sua avaliação de novembro de 2013 aquando da discussão dos projetos de propostas de orçamento.* (* *)

As AA abordam características próprias das economias dos Estados-Membros, em especial a evolução das suas contas externas, poupanças e investimentos, as taxas de câmbio efetivas, as partes de mercado das exportações, a competitividade associada e não associada aos custos, produtividade, endividamento privado e público, preço da habitação, fluxos de crédito, sistemas financeiros, desemprego e outras variáveis. A avaliação de desequilíbrios e de desequilíbrios excessivos tem em conta a situação de cada economia, em dado momento, a dinâmica em cada uma dessas questões, bem como, se for caso disso, as recentes medidas políticas.

As AA revelam que os desafios enfrentados pelas economias da UE têm vindo a evoluir. Quando o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM) foi criado, e nas fases anteriores à sua aplicação, os principais desafios prendiam-se com a insustentabilidade dos défices da balança de transações correntes e perdas de competitividade relacionadas com os anteriores custos muito dinâmicos da mão de obra, dívidas privadas e elevados preços da habitação. Os principais desafios de caráter transnacional também dizem agora respeito ao impacto da desalavancagem no crescimento a médio prazo em muitos países; a sustentabilidade das dívidas públicas e privadas e dos passivos externos num contexto de uma inflação muito baixa; a necessidade de assegurar um fluxo adequado de crédito a atividades viáveis nas economias vulneráveis (em especial no setor dos bens não transacionáveis), no contexto de um sistema financeiro fragmentado; e o nível muito elevado da taxa de desemprego em muitas economias.

Com base nas AA, a Comissão identificou desequilíbrios nos seguintes países: ***Bélgica***, ***Bulgária***, ***Alemanha***, ***Irlanda***, ***Espanha***, ***França***, ***Croácia***, ***Itália***, ***Hungria***, ***Países Baixos***, ***Eslovénia***, ***Finlândia***, ***Suécia***, *e* ***Reino Unido***. *De entre estes Estados-Membros,* ***a Croácia***, ***a Itália*** *e* ***a Eslovénia*** *registam uma situação de desequilíbrio excessivo. No caso de* ***Espanha***, *a Comissão considera que no ano passado se procedeu a um ajustamento significativo e que, na atual conjuntura, os desequilíbrios continuarão a diminuir ao longo do tempo; embora seja esta a base para concluir que os desequilíbrios deixaram de ser excessivos, no quadro do PDM, a Comissão sublinha que continuam a existir riscos importantes para que tal aconteça.*

*Os vetores dos desequilíbrios e os riscos que suscitam diferem entre as várias economias. Há que adaptar as políticas aos desafios de cada economia e pôr em prática um controlo adequado. Em conformidade com a Recomendação do Conselho dirigida à área do euro, a Comissão pretende pôr em prática um controlo específico das políticas recomendadas pelo Conselho aos Estados-Membros com défices excessivos (****Croácia****,* ***Itália*** *e* ***Eslovénia****), assim como aos países cujos desequilíbrios exigem medidas firmes (****Irlanda****,* ***Espanha*** *e* ***França****).* (* * *) *No caso da* ***Irlanda*** *e da* ***Espanha*** *o controlo dependerá da supervisão pós-programa.*

Relativamente à ***Dinamarca*** *e a* ***Malta****, a Comissão considera que, em comparação com o último ano, os riscos diminuíram ou estão mais controlados; nestes países já não se observam desequilíbrios no sentido do PDM. Além disso, embora exista um certo número de características da economia* ***luxemburguesa****, nomeadamente o seu grande setor financeiro, a exigir uma atenção permanente, esses traços não constituem desequilíbrios no sentido do PDM.* (****)

O reforço da retoma e uma execução política firme devem permitir eliminar os desequilíbrios e desequilíbrios excessivos de outras economias nos próximos anos. Assim sendo, os desequilíbrios são um fenómeno de caráter prolongado e poderá levar algum tempo antes que as políticas adequadas conduzam a uma redução decisiva dos riscos macroeconómicos no âmbito da supervisão PDM. Por conseguinte, a identificação dos desequilíbrios ou dos desequilíbrios excessivos numa economia durante vários anos não avalia as medidas adotadas, mas revela continuarem a existir riscos, e que

há necessidade de uma supervisão vigorosa dos desequilíbrios e da aplicação das medidas que se impõem. Contudo, para alguns países, importa referir que a persistência de desequilíbrios está igualmente relacionada com a lentidão da execução das recomendações específicas por país formuladas no quadro do Semestre Europeu.

Quanto à evolução orçamental, a situação continuou a melhorar, tanto na UE como na área do euro, graças à prossecução dos esforços de consolidação. No entanto, as últimas previsões demonstram que em relação a ***França*** *e à* ***Eslovénia*** *existem dúvidas sobre se o esforço de consolidação é suficientemente forte para garantir que a correção dos défices excessivos continua no bom caminho. Neste contexto, a Comissão está a formular recomendações a estes Estados-Membros, ao abrigo do artigo 11.º do regulamento (UE) n.º 473/2013.*

A Comissão espera que os Estados-Membros tenham em conta as conclusões das AA e as previsões orçamentais nos seus programas nacionais de reformas (PNR) e nos programas de estabilidade e/ou de convergência (PE e PC). Os Estados-Membros com desequilíbrios excessivos devem definir, em particular, uma resposta política abrangente e pormenorizada, nos seus próximos PNR, PE e/ou PC. A Comissão está disposta a cooperar de perto com estes Estados-Membros na elaboração dessa resposta, no pleno respeito dos processos nacionais. Os dois Estados-Membros, a quem a comunicação dirige uma recomendação para assegurar que a correção dos défices excessivos continua no bom caminho, devem comunicar as medidas tomadas em resposta a essa recomendação, numa secção específica dos seus PE. Os PNR, os PE e/ou os PC serão avaliados em junho de 2014, no quadro do Semestre Europeu para a coordenação das políticas, a fim de determinar a sua adequação face aos desafios a enfrentar. Para esses Estados-Membros com desequilíbrios excessivos (Itália, Croácia e Eslovénia), se considerar que as medidas propostas são inadequadas, atendendo aos desafios em jogo, a Comissão recomenda ao Conselho que o Estado-Membro em causa tome medidas corretivas ao abrigo da vertente corretiva do PDM. Se for caso disso, no início de junho, serão igualmente tomadas medidas processuais subsequentes no âmbito do PDE.

(*) A comunicação respeita os requisitos constantes no artigo 6.º, n.º 1, e no artigo 7.º, n.º 1, do Regulamento (UE) n.º 1176/2011, segundo os quais a Comissão deve informar o Parlamento Europeu, o Conselho e o Eurogrupo sobre as conclusões das AA. As AA relativas a 17 Estados-Membros foram publicadas ao mesmo tempo que a presente comunicação (Ver *European Economy-Occasional Papers*). No quadro do PDM, os desequilíbrios são tendências que dão origem a desenvolvimentos que prejudicam o bom funcionamento da economia de um Estado-Membro, da União Económica e Monetária ou da União no seu conjunto; desequilíbrios excessivos, desequilíbrios graves, nos quais se incluem os que coloquem ou possam colocar em risco o bom funcionamento da União Económica e Monetária.

(**) COM(2013) 900 de 15.11.2013.

(* * *) Ver a REC 5 da Recomendação do Conselho (2013/C 217/24) de 9 de julho de 2013 (JO C 217 de 30.7.2013, p. 97).

(* * * *) No relatório sobre o mecanismo de alerta, de novembro de 2013, a Comissão Europeia considerou não haver necessidade de nenhuma ação específica no âmbito do PDM na República Checa, na Estónia, na Letónia, na Lituânia, na Áustria, na Polónia e na Eslováquia. A supervisão macroeconómica em todos esses Estados-Membros irá prosseguir no contexto do Semestre Europeu. Além disso, o PDM não se aplica aos Estados-Membros que estão a executar programas de ajustamento macroeconómico no quadro de uma assistência financeira: Grécia, Chipre, Portugal e Roménia; o controlo rigoroso dos seus desequilíbrios e políticas prosseguirá no quadro dos programas em execução.

QUADRO SÍNTESE

SUPERVISÃO INTEGRADA DOS DESEQUILÍBRIOS MACROECONÓMICOS E ORÇAMENTAIS

(Estados-Membros para os quais foram preparadas AA)

	PDM		PEC
	Observação	**Acompanhamento**	
BE	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Défice excessivo, prazo de correção: 2013
BG	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Ainda não atingiu o OMP
DE	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Superação do OMP
DK	Sem desequilíbrios	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu	Défice excessivo, prazo de correção: 2013
IE	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM. Controlo específico: supervisão pós programa	Défice excessivo, prazo de correção: 2015
ES	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM. Controlo específico: supervisão pós programa	Défice excessivo, prazo de correção: 2016
FR	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM. Controlo específico a implementar: supervisão pós programa	Défice excessivo, prazo de correção: 2015 A Comissão adotou hoje uma recomendação (*)
HR	Desequilíbrio excessivo	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM. Decisão a adotar em junho sobre as medidas subsequentes no âmbito do PDM. Controlo específico a implementar: supervisão pós programa	Défice excessivo, prazo de correção: 2016
IT	Desequilíbrio excessivo	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM. Decisão a adotar em junho sobre as medidas subsequentes no âmbito do PDM. Controlo específico a implementar: supervisão pós programa	Ainda não atingiu o OMP
LU	Sem desequilíbrios	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu	Superação do OMP
HU	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Ainda não atingiu o OMP
MT	Sem desequilíbrios	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu	Défice excessivo, prazo de correção: 2014
NL	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Défice excessivo, prazo de correção: 2014
SI	Desequilíbrio excessivo	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM. Decisão a adotar em junho sobre as medidas subsequentes no âmbito do PDM. Controlo específico a implementar: supervisão pós programa	Défice excessivo, prazo de correção: 2015 A Comissão adotou hoje uma recomendação (*)
Suécia	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Superação do OMP
FI	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Ainda não atingiu o OMP
Reino Unido	Desequilíbrio	Recomendações a adotar no âmbito do Semestre Europeu, nomeadamente sobre questões relativas ao PDM	Défice excessivo, prazo de correção: 2014-2015

(*) As recomendações ao abrigo do «2-pack» (R. n.º 473/2013) sobre as medidas a tomar para garantir a correção atempada do défice excessivo das administrações públicas só dizem respeito os Estados-Membros da área do euro.
OMP: Objetivo orçamental de médio prazo.

Os Estados-Membros da área do euro objeto de uma AA estão a sombreado.

1. INTRODUÇÃO E CONCLUSÕES PRINCIPAIS

Nos últimos anos, a governação económica da UE foi significativamente reforçada. Está agora previsto um ciclo anual coerente de coordenação das políticas económicas na Europa, com medidas mais integradas para a área do euro. O Semestre Europeu tornou-se essencial para a realização de reformas, garantindo que os Estados-Membros coordenem as suas políticas económicas e esforços para promover o crescimento e o emprego[1].

O procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM), juntamente com o Pacto de Estabilidade e Crescimento reforçado, que põe a tónica na sustentabilidade das finanças públicas, está no cerne da governação económica reforçada da UE. O procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM) foi concebido para detetar, prevenir e corrigir os problemas numa fase precoce. No início do quarto Semestre Europeu em novembro de 2013, no seu relatório sobre o mecanismo de alerta (RMA), a Comissão analisou todos os Estados-Membros da UE no tocante a eventuais desequilíbrios macroeconómicos, com base num painel de avaliação de indicadores e identificou 16 casos em que era necessário proceder a uma análise aprofundada. Após o êxito do seu programa de ajustamento macroeconómico, a Irlanda está também incluída a convite do Conselho ECOFIN de fevereiro de 2014. Com base nestas análises aprofundadas, a Comissão extraiu conclusões sobre a existência de desequilíbrios e sua natureza.

Em geral, a análise mostra que os desequilíbrios macroeconómicos, que foram desenvolvidos ao longo de muitos anos, estão a diminuir progressivamente. Os desequilíbrios deixaram de ser considerados excessivos num país, tendo deixado de existir em dois outros. No entanto, em alguns casos, surgiram novos motivos de preocupação, que exigem uma atenção mais estreita. A Comissão espera que os três Estados-Membros, em relação aos quais concluiu haver desequilíbrios excessivos, atuem de forma rápida e firme e incluam medidas exaustivas no seu próximo programa nacional de reformas e nos programas de estabilidade e/ou de convergência. Os Estados-Membros, relativamente aos quais a Comissão concluiu existirem desequilíbrios, são convidados a ter em conta as conclusões das análises aprofundadas nos seus programas nacionais de reforma e nos programas de estabilidade e/ou de convergência. Nesta base e no contexto do Semestre Europeu, em junho, a Comissão formulará recomendações para a correção destes desequilíbrios e evitar o aparecimento de outros.

No âmbito do seu controlo contínuo das obrigações no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos, a Comissão tem atualmente também à sua disposição um novo instrumento no quadro do Pacto de Estabilidade e Crescimento reforçado e chama a atenção de dois Estados-Membros da área do euro para o risco de incumprimento do objetivo orçamental recomendado para este ano. No contexto do Semestre Europeu, em junho, a Comissão reavaliará a situação geral no que diz respeito às obrigações decorrentes do Pacto de Estabilidade e Crescimento e, se necessário, proporá as medidas adequadas ao Conselho.

[1] Comunicação da Comissão intitulada «Balanço da estratégia Europa 2020 para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo», COM(2014) 130 de 5.3.2014.

2. RECUPERAÇÃO ECONÓMICA MAS NECESSIDADE DE PROSSEGUIR AS REFORMAS

A retoma económica está a ganhar terreno. Com base nas últimas previsões[2], a economia europeia registará um crescimento de 1,5% em 2014 e de 2,0 % em 2015. Pela primeira vez em vários anos, as projeções de crescimento foram revistas em alta em vários países. Assiste-se a uma melhoria em numerosos dados relativos a desequilíbrios, nomeadamente no que se refere a contas externas e orçamentais, indicadores de competitividade e comerciais e endividamento global. Em muitos países, os ciclos de preços da habitação retomaram e registam uma tendência moderada para a alta. A taxa de desemprego estabilizou-se e tem vindo a diminuir lentamente em várias economias, embora o desemprego e outros indicadores de pressão social se mantenham elevados em muitos países. A correção dos desequilíbrios, decorrente de medidas politicamente complexas e duras do ponto de vista social, bem como uma adaptação por parte dos agentes económicos, contribuiu para melhorar os parâmetros fundamentais e sustentou uma recuperação gradual que, por seu turno, contribui para reduzir os riscos macroeconómicos. No entanto, a recuperação ainda é frágil e desigual. Só em 2014 e 2015 é que a UE e a área do euro, respetivamente, regressarão aos níveis de atividade de 2007 e, em alguns Estados-Membros, este regresso será mais lento.

As AA revelam que os desafios enfrentados pelas economias da UE têm vindo a evoluir. Quando o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM) foi instaurado e nas suas duas primeiras rondas de aplicação, os principais desafios prendiam-se com a insustentabilidade dos défices da balança de transações correntes e as perdas de competitividade que se prendiam com os anteriores custos muito dinâmicos da mão-de-obra, dívidas privadas e elevados preços da habitação. Embora muitos desequilíbrios de «fluxos», como os défices das contas correntes, tenham sido ultrapassados, não é esse ainda o caso dos desequilíbrios de «stock», como os passivos externos. Os principais desafios de caráter transnacional dizem agora respeito ao impacto persistente da desalavancagem no crescimento a médio prazo em muitos países; a sustentabilidade das dívidas privadas e dos passivos externos num contexto de uma inflação muito baixa e de crescimento lento; as implicações da passagem na área do euro para uma situação de excedente da balança de transações correntes relativamente volumosa; e a necessidade de oferecer crédito a investimentos viáveis nas economias vulneráveis, num sistema financeiro fragmentado. Além disso, o elevado nível de desemprego em muitas economias representa um grande desafio político e social.

As respostas políticas aos desafios em evolução devem também ter em conta a dimensão dos desequilíbrios na área do euro. Em primeiro lugar, os desequilíbrios macroeconómicos são, acima de tudo, prejudiciais para as economias dos Estados-Membros em causa que, por conseguinte, têm todo o interesse em reduzir os riscos a eles associados. Estes riscos dizem respeito à sustentabilidade externa e da dívida pública e privada; a capacidade de competir nos mercados mundiais e, em última análise, a capacidade de gerar a médio prazo uma forte dinâmica de crescimento e de criação de emprego. No entanto, a interdependência entre as economias implica que os desequilíbrios se repercutam entre os países e que as perdas de eficiência num Estado-Membro também conduzam à perda de bem-estar nos seus parceiros. Existem vários canais através dos quais a situação macroeconómica e as medidas adotadas num Estado-Membro afetam os seus parceiros: comércio, ligações financeiras e monetárias, as reformas estruturais, assim como o clima de confiança e de incerteza.[3]

---

[2] Ver as previsões do inverno dos serviços da Comissão, publicadas em 25 de Fevereiro de 2014, *European Economy*, 2(2014).

[3] Ver «Cross-Border Spillovers in Confidence,» *Quarterly Report on the Euro Area (Relatório trimestral sobre a Zona Euro)*, 2013 (3), 26-30, e «Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and

No quadro do PDM, dada a interdependência das economias, os vários desafios devem ser vistos no contexto da área do euro:

- **Políticas a favor do crescimento.** Após vários anos de recessão ou de crescimento lento, a área do euro entrou agora numa fase frágil de retoma. Dado o nível de interligação dos Estados-Membros e os condicionalismos com que muitos se deparam, prevê-se que a prossecução das reformas estruturais, destinadas a promover o ajustamento e a competitividade nas economias mais vulneráveis, impulsione a atividade económica e influencie as perspetivas a médio prazo, sendo que nos grandes Estados-Membros e menos endividados as políticas devem visar o aumento da procura interna. As políticas que contribuam para um aumento do investimento são determinantes, uma vez que estimulam a procura a curto prazo e aumentam o crescimento potencial no futuro.[4]

- **A fragmentação financeira** consiste nas diferenças de funcionamento e de desempenho dos mercados financeiros de diferentes jurisdições. Tal traduz-se em divergências das taxas de juro e das condições de crédito às empresas e às famílias, em função do país de residência, e que vão além do justificado pelos fundamentos económicos. Garantir que o sistema financeiro oferece financiamento a projetos de investimento viáveis é necessário para a reafetação de recursos entre setores dos Estados-Membros[5] mais vulneráveis e para restabelecer a canalização dos fluxos financeiros para a periferia da área do euro.

- **Endividamento e inflação muito baixa**. A estabilidade dos preços, definida pelo BCE como uma taxa de inflação inferior, mas próxima dos 2 % a médio prazo, importante para o crescimento a médio prazo. As previsões do inverno dos serviços da Comissão apontam para um período prolongado de inflação baixa que poderá ter consequências negativas na atividade económica e nos níveis da dívida. Acresce que, uma inflação muito baixa implica um grau adequado de flexibilidade nominal para proceder ao ajustamento dos salários reais, que pode ser necessário nalguns casos para reduzir o desemprego.

- **Reequilíbrio num contexto económico difícil**. A área do euro está a passar por um processo de reequilíbrio que, embora se encontre numa fase bastante avançada, ainda não está completo. Para alguns Estados-Membros, tal significa recuperar competitividade, através de uma desvalorização interna, ou seja, moderação salarial, ganhos de produtividade e a redução de outros custos de produção em relação aos seus parceiros comerciais. Isto, juntamente com um vasto e ambicioso programa de reformas é um processo necessário para recuperar a competitividade tanto a nível da União Monetária como a nível mundial, mas com elevados custos sociais. Em comparação com o ajustamento económico em algumas economias após a criação da União Monetária, o desafio da recuperação da competitividade foi ampliado pela baixa atividade económica no conjunto da UE e a nível mundial. Os ajustamentos necessários nos custos do trabalho dependem não só da situação específica de cada Estado-Membro, mas também do comportamento dos custos de mão de obra concorrentes dentro e fora da área do euro e da taxa de câmbio nominal do euro. A taxa de câmbio do euro não é um objetivo político. As pressões em alta sobre a taxa de câmbio poderão decorrer de evoluções internas ou

---

Investment». *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), 7-16, e «The Economic Effects of Policy Uncertainty», I.1 *European Economy*, 2014 (2); 28-30.

4 Ver «The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade» e «The Growth Impact of Structural Reforms», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), 7-16 e 17-27, e «Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU», I.2 *European Economy*, 2014 (2); 31-4.

5 Ver «Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States,» *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), 19-25, e «Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions, I.2, *European Economy*, 2013 (7): 20-3.

externas. Existe o risco de que os ganhos de competitividade obtidos através de medidas de ajustamento muito difíceis possam ser anulados por uma apreciação da taxa de câmbio nominal do euro. A procura global na área do euro é ainda fraca, segundo as previsões do inverno dos serviços da Comissão, mas a recuperação deverá ser cada vez mais impulsionada pela procura interna e ser difundida nos Estados-Membros, o que poderia ajudar a aliviar as pressões no sentido da alta.

São necessárias medidas para abordar os desequilíbrios macroeconómicos e as divergências de competitividade em todos os Estados-Membros, em especial na área do euro. Tal como estabelecido nas recomendações específicas para os Estados-Membros da área do euro[6], estes devem tomar medidas a nível individual e coletivamente no âmbito do Eurogrupo e assumir a responsabilidade pela estratégia global da área do euro, a fim de assegurar o bom funcionamento da área do euro e propulsionar o crescimento e o emprego. A coordenação deve contribuir para garantir uma diferenciação do ritmo da consolidação orçamental segundo a situação macroeconómica e orçamental dos Estados-Membros. As medidas orçamentais e a favor da produtividade na área do euro deveriam continuar a promover o reequilíbrio na área do euro e abordar a questão das distorções nos comportamentos de poupança e investimento dos Estados-Membros. A fim de abordar as consequências sociais da crise e o aumento dos níveis de desemprego, são necessárias mais reformas (*por exemplo*, destinadas a facilitar o acesso ao emprego, evitar a saída precoce do mercado de trabalho, reduzir os custos do trabalho e combater a segmentação neste mercado).

A realização da União Bancária continua a ser a pedra angular para recuperar a confiança no setor financeiro e reduzir a fragmentação do mercado, o que, por seu turno incentivará o fluxo de crédito para a economia real, em especial para as PME, tradicionalmente mais dependentes do financiamento bancário. As futuras definições das regras relativas à liquidez a aplicar aos bancos, no âmbito dos atos delegados da legislação sobre requisitos de capital, devem igualmente facilitar o acesso ao financiamento para a economia real. Por conseguinte, há que promover mais consolidação e reparação dos balanços do sistema bancário; para o efeito, a próxima avaliação exaustiva dos balanços dos bancos pelo BCE será essencial a este respeito.

É importante a contribuição dos grandes Estados-Membros para o crescimento. Entre os maiores Estados-Membros da área do euro, as prioridades políticas devem incidir no reforço da procura interna e do crescimento a médio prazo na *Alemanha*, abordando os fatores de estrangulamento ao crescimento a médio prazo, ao mesmo tempo que avançam nas reformas estruturais e na consolidação orçamental em *França* e *Itália*, prosseguir a desalavancagem ordenada e a reforma estrutural da economia que contribuirão para o crescimento sustentável, e resolver as questões de natureza social em *Espanha*.

[6] Recomendação do Conselho (2013/C217/24) de 9 de julho de 2013 (JO L 217 de 23.7.2013, p. 97).

3. PRINCIPAIS CONCLUSÕES TRANSVERSAIS

As AA fornecem uma perspetiva mais global de um conjunto de desenvolvimentos transversais, já debatidos no relatório sobre o mecanismo de alerta.[7] Vários desequilíbrios e riscos continuam a ser um elemento distintivo em vários Estados-Membros. As AA apresentam, em especial, as seguintes conclusões:

- **A existência de importantes dívidas externas continua a constituir um fator de vulnerabilidade.** Ao longo dos últimos trimestres, os défices da balança de transações registaram novas reduções nos países com elevados défices no período anterior à crise. Em alguns países, como a *Bulgária*, *Espanha*, *Croácia* e *Hungria* as contas correntes passaram a ser excedentárias e transitarem para um grande excedente no caso da *Irlanda* e da *Eslovénia*. A melhoria da balança de transações correntes nestes Estados-Membros deve-se aos ganhos de competitividade facilitados pelo ajustamento dos custos de mão-de-obra, mas também a uma contenção da respetiva procura interna. No entanto, em termos de volume, o endividamento externo líquido continua a ser muito elevado em alguns países em análise. Trata-se especialmente da Irlanda, *Espanha*, *Croácia* e *Hungria*, em que a situação líquida negativa do investimento externo está próxima ou é superior ao PIB, sendo igualmente muito elevada na *Bulgária*. As preocupações quanto à sustentabilidade externa variam de país para país e também dependem do tipo dos seus passivos brutos e líquidos. Em especial, a elevada proporção de IDE atenua os riscos na *Bulgária*, *Irlanda* e *Hungria*[8]. Muitos dos progressos a nível das contas correntes não foram cíclicos, pelo que não deverão desaparecer com a recuperação[9]. No entanto, a fim de assegurar a sustentabilidade externa da economia, o ajustamento da balança de transações correntes tem de prosseguir, com excedentes ou défices baixos persistentes durante um longo período de tempo. A redução estrutural da procura nos países mais vulneráveis ilustra a necessidade de ganhos de produtividade, apoiados por reformas promotoras de crescimento; caso contrário, a atividade económica manter-se-á pouco dinâmica durante um longo período, em especial nas economias mais endividados.

- **Nos últimos anos, registou-se uma deterioração significativa nos fluxos externos de alguns países.** Foi o caso da *França* e do *Reino Unido*: este último regista o maior défice das contas correntes da UE. Embora estas economias apresentem níveis relativamente baixos de endividamento externo líquido e a sua sustentabilidade externa não esteja em risco, as crescentes divergências podem originar riscos específicos para as suas economias se os seus défices externos continuarem a crescer.

- **A persistência de excedentes muito elevados da balança de transações correntes reflete normalmente uma menor dinâmica da procura interna**. Um país com uma balança de transações correntes excedentária transfere o consumo de hoje para amanhã, investindo no estrangeiro. Por seu turno, um país com uma balança de transações correntes deficitária pode aumentar o seu consumo ou investimento hoje, mas deve transferir futuros rendimentos para o estrangeiro para reembolsar a sua dívida externa[10]. Os excedentes são muito elevados na *Alemanha*, *Luxemburgo*, *Países Baixos* e *Suécia*, sendo igualmente elevados na *Dinamarca*. Estes excedentes estão associados a um elevado desempenho das exportações relativamente às importações, estando o crescimento moderado destas últimas de acordo com a procura interna. A acumulação moderada de

---

7 COM(2013) 790 final de 13.11.2013.

8 Ver «The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), 17-25.

9 Ver «The Cyclical Component of Current Account Balances», I.3, *European Economy*, 2014 (2); 35-8.

10 Ver 'Current Account Surpluses in the EU,' *European Economy*, 2012 (9).

excedentes é um desenvolvimento positivo tendo em conta a necessidade de poupar parte dos atuais rendimentos para fazer face ao desafio da situação demográfica[11], e de obter poupanças para investimentos no estrangeiro. Uma vez que os elevados excedentes resultam de grandes lacunas internas a nível do investimento, as perspetivas económicas a médio e a longo prazo também são afetadas. A natureza dos excedentes não é idêntica em todos estes países; embora os excedentes estejam associados à desalavancagem na *Dinamarca*, *Países Baixos* e *Suécia*, onde as famílias e sociedades não financeiras registam elevados níveis de endividamento, o mesmo não se passa na *Alemanha*. O excedente comercial da *Alemanha* em relação ao resto do mundo aumentou, embora tenha diminuído face ao resto da área do euro. Este é um desenvolvimento favorável, mas que deve ser contextualizado: a alteração em relação à área do euro deve-se mais a uma redução das importações efetuadas pela periferia da área do euro de que a um aumento nas importações *alemãs*. Além disso, parte da redução no excedente da área intra-euro tem a ver com outros «países excedentários». Um aumento da procura interna através de uma aceleração do investimento permitiria reduzir os excedentes, dinamizar o crescimento potencial, e poderia contribuir para a recuperação e a adaptação em curso na área do euro.

- **A competitividade de custos continua a ser uma questão fundamental.** Tal é especialmente o caso dos países com maiores défices da balança de transações correntes e que necessitam de garantir a sua sustentabilidade externa, como a *Bulgária*, *a Espanha e a Hungria*, ou que sofreram grandes perdas no mercado de exportação nos últimos anos, como a *Croácia*, *a Itália* ou *a Finlândia*. A competitividade e os resultados das exportações são particularmente relevantes para as perspetivas económicas de várias economias na medida em que, tendo em conta as necessidades de financiamento no setor privado e a necessidade de consolidação orçamental, as exportações líquidas ou os investimentos para elas orientados são provavelmente os componentes importantes da procura a sustentar o crescimento a médio prazo. Os custos unitários do trabalho (CUT) continuam a ser ajustados em vários Estados-Membros mais afetados pela competitividade e o desemprego. Entre os Estados-Membros em análise, o maior ajustamento nos últimos anos teve lugar na *Irlanda* e *em Espanha*. O ajustamento tem sido impulsionado por fortes pressões a nível do mercado e da competitividade, dando origem a reduções dos salários nominais em vários setores, eliminação de postos de trabalho, bem como à melhoria da produtividade. Em termos comparativos, o ajustamento foi muito menor em *França*, *Itália* e *Eslovénia*. Em vários países, os CUT diminuíram mais do que as exportações e os deflatores do PIB. Tal pode ser compatível com o reequilíbrio, na medida em que a subida das margens contribuiu para incentivar a expansão do setor de bens comercializáveis[12]. Não obstante o ajustamento dos salários reais em curso, o ajustamento do mercado de trabalho efetuou-se sobretudo à custa da eliminação de postos de trabalho e de taxas de procura de emprego muito reduzidas. Esta situação deu origem a um acentuado aumento do desemprego e um prolongamento dos períodos de desemprego[13] com as consequências sociais e implicações no crescimento potencial a ter em conta nas correspondentes respostas políticas.

- **As AA destacam ainda o papel da competitividade não baseada nos custos.** Para a maioria dos Estados-Membros, a competitividade não baseada nos custos parece ser um dado tão importante para explicar o desempenho comercial como a competitividade pelos

---

11 Ver «Ageing Report», *European Economy*, 2012 (2) e «Fiscal Sustainability», *European Economy*, 2012 (8).

12 «Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), 19-25.

13 Ver «Labour Market Developments in Europe», *European Economy*, 2013 (6).

custos. Os fatores não baseados nos custos incluem a composição das exportações e os conteúdos tecnológicos, a diversificação geográfica das exportações, a estrutura das empresas, o ambiente empresarial e a inovação. As AA abordam a forma como os Estados-Membros, tais como *a Bélgica*, *a Dinamarca*, *a Itália*, *a França*, *a Croácia*, *a Hungria*, *a Finlândia* e o *Reino Unido* enfrentam o desafio de melhorar as suas exportações e restabelecer a competitividade não baseada nos custos. A exportação de serviços compensa muitas vezes um desempenho mais fraco das exportações de bens, em alguns países objeto das AA como *a Bélgica*, *a Dinamarca*, *a Croácia*, *o Luxemburgo*, *a Suécia*, *a Eslovénia* e *o Reino Unido*. A estagnação do crescimento da produtividade foi considerada um problema na *Bélgica* e em *Itália*, agravando os riscos associados a desequilíbrios externos ou internos. A melhoria tanto a nível da competitividade baseada como não baseada nos custos é fundamental, atendendo à tendência descendente verificada nas quotas do mercado mundial de exportações entre as economias avançadas.

- **Está em curso uma desalavancagem no setor privado, mas o volume da dívida privada continua a ser elevado em várias economias.** As necessidades das famílias, assim como das empresas financeiras e não financeiras, de reduzirem os balanços e diminuir os seus passivos tem tido um impacto negativo no consumo privado e no investimento. O fluxo de crédito para o setor privado foi afetado por condições desfavoráveis a nível da oferta e da procura[14]. Este último aspeto inclui a desalavancagem no próprio setor financeiro, a fragmentação do setor financeiro e a persistente incerteza política, o que afetou as decisões de investimento. O baixo nível de investimento das empresas constitui um obstáculo à transferência de recursos para setores mais produtivos e indústrias orientadas para a exportação, para além de entravar o crescimento a médio prazo[15]. Ao mesmo tempo, a desalavancagem das famílias e das sociedades tanto financeiras como não financeiras contribuiu para a melhoria da balança de transações correntes em vários Estados-Membros, como a *Espanha* e a *Eslovénia*, e contribuiu para os elevados excedentes na *Dinamarca*, *Países Baixos* e *Suécia*. Além disso, as baixas taxas de inflação que, para vários Estados-Membros, são fundamentais para a sua estratégia de recuperação da competitividade, podem dificultar os esforços no sentido da redução do endividamento do setor privado em alguns países.

- **O ajustamento do mercado da habitação parece ter alcançado o seu valor mínimo, em vários países.** A maior parte dos mercados da habitação da UE passou por uma fase de correção após um período de expansão particularmente longo. Em alguns países, nomeadamente na *Dinamarca*, *Irlanda*, *Espanha* e *Países Baixos*, a redução cumulada do preço real dos ativos residenciais foi significativa. Em *Espanha* e na *Irlanda*, o ajustamento do preço da habitação acompanhou a diminuição da atividade no setor da construção, o que agravou o desemprego. Contribuiu para o aumento do volume de empréstimos improdutivos e a deterioração dos balanços dos bancos, exigindo o aumento das provisões e a transferência de ativos problemáticos para empresas que se dedicam à gestão de ativos. Embora não se possam afastar outros ajustamentos no sentido da baixa em alguns países em análise, os dados disponíveis sugerem que, na maior parte dos países,

---

14 Ver «Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), 19-25, e «Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), 26-32.

15 Ver «Product Market Review: Financing the Real Economy», *European Economy*, 2013 (8), «Financial Dependence and Growthjnk», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), 7-18, e «Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), 29-35.

o ciclo atingiu o seu nível mais baixo, tendo havido alguns aumentos moderados, como no *Luxemburgo*, *Malta*, *Suécia* e *Reino Unido*.

- **O desemprego e outros indicadores de pressão social mantêm-se muito elevados**[16]**.** O desemprego aumentou em especial nos países abrangidos por reversões da balança de transações correntes, sendo igualmente muito significativas as divergências entre Estados-Membros. O desemprego de longa duração e entre os jovens constitui uma preocupação específica, havendo também por resolver a questão da discrepância entre as qualificações e as necessidades do mercado. Contudo, a partir de meados de 2013, observaram-se alguns sinais de estabilização e uma tímida redução da taxa de desemprego em alguns Estados-Membros como a *Bulgária*, a *Irlanda*, a *Hungria* e o *Reino Unido*. As reversões da balança de transações correntes conduzem a uma queda constante do investimento e da produtividade, pelo que a redução do desemprego pode exigir que a evolução dos salários esteja de acordo com a produtividade, apoiando assim a competitividade e a procura agregada.

As últimas previsões demonstram que o ritmo do ajustamento orçamental deverá desacelerar na UE e na área do euro. E isto graças aos importantes esforços de consolidação empreendidos nos últimos dois anos. Porém, na maioria dos Estados-Membros, há ainda necessidade de acelerar a consolidação orçamental.

- **A consolidação orçamental está a abrandar, enquanto o rácio da dívida pública atinge um máximo em 2014.** Em 2013, as finanças públicas continuaram a melhorar, tanto na UE como na área do euro, graças à prossecução dos esforços de consolidação. Em 2014, o ritmo de ajustamento deverá abrandar. No entanto, os esforços de consolidação em curso e a recuperação económica devem permitir uma nova redução dos défices nominais. No que respeita aos ajustamentos estruturais, em 2013, os esforços da maioria dos Estados-Membros foram satisfatórios. Tanto na UE como na área do euro, o rácio dívida/PIB deverá registar novo aumento em 2013 e, a um ritmo ligeiramente mais baixo, em 2014, quando deverá atingir o seu máximo.

- **Existem dúvidas se a consolidação é suficientemente robusta em alguns Estados-Membros para garantir a boa trajetória da correção dos défices excessivos.** Este é, em especial, o caso da *França* e da *Eslovénia*. A Comissão está a preparar recomendações para estes países em que convida os seus Governos a resolver a situação em tempo útil. No caso da *Itália*, que não apresenta um défice excessivo, as previsões apontam para a necessidade de novos esforços de consolidação, a fim de assegurar a devida redução da dívida. No que se refere aos países não participantes na área do euro, a *Croácia* está em risco de falhar os objetivos relativos aos défices nominais e ao ajustamento estrutural, atendendo às tendências atuais e na ausência de medidas adicionais. Na *Hungria*, que não tem um défice excessivo, o saldo estrutural está em risco, o que ameaça a redução da dívida.

4. CONCLUSÕES POR ESTADO-MEMBRO

Os desequilíbrios que afetam 14 Estados-Membros são de natureza distinta. Com base na análise documentada em pormenor nas AA, a Comissão considera que a *Bélgica, a Bulgária, a Alemanha, a Irlanda, a Espanha, a França, a Croácia, a Itália, a Hungria, os Países Baixos, a Eslovénia, a Finlândia, a Suécia* e *o Reino Unido* registam desequilíbrios. De entre

[16] Ver também a Comunicação da Comissão «Reforçar a dimensão social da União Económica e Monetária,» COM(2013) 690 de 2.10.2013 e «Projeto de relatório conjunto 2014 sobre o emprego», COM(2013) 801 final de 13.11.2013.

estes Estados-Membros, *a Croácia, a Itália* e *a Eslovénia* registam desequilíbrios excessivos. No caso da *Espanha*, a Comissão considera que no ano passado se procedeu a um ajustamento significativo e que as atuais tendências para os desequilíbrios continuarão a diminuir ao longo do tempo. Embora seja esta a base para concluir que os desequilíbrios em *Espanha* deixaram de ser excessivos, no quadro do PDM, a Comissão sublinha que continuam a existir riscos importantes para que tal aconteça. As diferenças na natureza dos desequilíbrios e dos desequilíbrios excessivos, incluindo a sua margem de manobra orçamental e a fase do processo de supervisão, significam que as medidas de política a tomar pelos Estados-Membros, em cooperação com a Comissão, devem ser adaptadas às necessidades específicas de cada país.

- A **Bélgica** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem um acompanhamento e a tomada de medidas*. Em especial, a evolução da situação no que diz respeito à competitividade externa das mercadorias deve continuar a ser objeto de atenção, dado a sua deterioração persistente ameaçar a estabilidade macroeconómica.

  Mais especificamente, a continuação da deterioração da competitividade, incluindo a sua dimensão não decorrente dos custos, pode ter consequências negativas para a economia. A capacidade do setor industrial para concorrer a nível internacional tem sido prejudicada, o que se traduz na redução das margens de lucro dos produtores e na destruição de postos de trabalho. A compatibilização de custos de mão de obra elevados com a criação sustentável de emprego e a manutenção de elevados níveis de vida requer a passagem para produtos de nível mais elevado na cadeia de valor acrescentado a nível mundial. Ao mesmo tempo, deve ser evitada uma maior dissociação entre o aumento rápido dos salários e o crescimento lento da produtividade. A este respeito, a Bélgica tomou medidas que se prevê venham a produzir efeitos nos próximos anos. No entanto, a preservação da base industrial exige ações mais ambiciosas, dado especialmente as reformas em curso em países concorrentes. Este processo relaciona-se com os impostos sobre o trabalho e uma formação dos salários que seja mais sensível às realidades económicas e setoriais, assim como a resolução de problemas persistentes em matéria de funcionamento do mercado de trabalho. A elevada dívida pública da Bélgica continua a ser um motivo de preocupação para a sustentabilidade das finanças públicas. Todavia, num plano positivo, a Bélgica conseguiu estabilizar o rácio da dívida pública e prevê-se que tenha realizado o objetivo recomendado em matéria de défice em 2013, devendo mantê-lo a um nível inferior a 3 % do PIB. Além disso, os riscos para a economia em geral são compensados por prazos médios de vencimento que são longos, uma interdependência relativamente reduzida do setor financeiro nacional e um setor privado numa situação relativamente favorável.

- A **Bulgária** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem um acompanhamento e a tomada de medidas*. Em especial, o ajustamento prolongado do mercado de trabalho requer a adoção de medidas, ao mesmo tempo que a correção da posição externa e o desendividamento das empresas estão a avançar a bom ritmo.

  Mais especificamente, a Bulgária registou um período de acumulação muito rápida de desequilíbrios durante a fase de expansão económica, que coincidiu com a adesão à UE. A elevada afluência de capitais estrangeiros contribuiu para o sobreaquecimento da economia e o aumento sustentado dos preços dos ativos fixos. A balança corrente inverteu a sua tendência desde 2009, continuando todavia a ser elevado o volume de dívida externa, embora uma grande parte corresponda a IDE. Afigura-se que o ajustamento é principalmente não cíclico, mas uma maior redução da dívida externa depende da manutenção da competitividade externa e de um forte desempenho das exportações. O desendividamento em curso das sociedades não financeiras poderá limitar os investimentos

e o crescimento em alguns setores, a curto e médio prazos. De igual modo, a fragilidade de um mercado de trabalho não inclusivo limita a capacidade de ajustamento da economia e constitui uma das razões que entrava o crescimento potencial. O desemprego aumentou acentuadamente, dada a contração do emprego durante a crise ter sido mais pronunciada do que o sugerido pela contração do produto. As pessoas pouco qualificadas e os jovens têm sido os mais afetados pelos despedimentos. Apesar dos custos salariais relativamente baixos, após o forte aumento dos últimos anos, os níveis salariais podem implicar o risco de exclusão dos mais vulneráveis do mercado de trabalho. Ao mesmo tempo, as políticas ativas do mercado de trabalho e o sistema de ensino não têm sido eficazes até ao presente para facilitar o processo de ajustamento e impedem a acumulação generalizada de capital humano.

- A **Alemanha** está a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem um acompanhamento e a tomada de medidas*. Em especial, a balança corrente tem registado de forma persistente um excedente a um nível muito elevado, o que reflete uma forte competitividade, embora um volume importante de poupança tenha sido investido no estrangeiro. mas também constitui um sinal de que o crescimento da economia alemã tem sido reduzido e os recursos económicos poderão não ter sido afetados com eficiência. Embora o excedente da balança corrente não suscite riscos comparáveis aos dos défices consideráveis, a dimensão e a persistência do excedente da balança corrente da Alemanha merecem uma maior atenção. A necessidade de tomada de medidas a fim de reduzir o risco de efeitos adversos sobre o funcionamento da economia alemã e da área do euro é especialmente premente, tendo nomeadamente em conta a dimensão da economia alemã.

  Mais especificamente, um nível bastante baixo de investimento dos setores privado e público, em combinação com um consumo privado pouco dinâmico ao longo de um período extenso, contribuíram para um crescimento modesto, uma redução do crescimento tendencial, um aumento da dependência da economia em relação à procura externa e a acumulação de excedentes externos. O desafio consiste pois em definir e executar medidas que contribuam para reforçar a procura interna e o potencial de crescimento da economia. Um maior investimento em capital humano e físico e a promoção de ganhos de eficiência em todos os setores da economia, incluindo a realização do potencial de crescimento do setor dos serviços, que contribuirá igualmente para o reforço da oferta da mão de obra, são desafios centrais em matéria de política económica.

- **Irlanda**: O programa de ajustamento macroeconómico recém-concluído foi fundamental para gerir os riscos económicos e reduzir os desequilíbrios. No entanto, os restantes *desequilíbrios macroeconómicos requerem um acompanhamento específico e a tomada de medidas decisivas*. Em especial, a evolução do setor financeiro, o endividamento dos setores público e privado e, associada a este fator, a elevada dívida externa bruta e líquida e a situação do mercado de trabalho correspondem a riscos ainda reais. A Comissão pretende exercer um acompanhamento específico no que diz respeito à execução das políticas, e informará periodicamente o Conselho e o Eurogrupo. Este acompanhamento basear-se-á na supervisão pós-programa.

  Mais especificamente, desde 2007, por um lado, a Irlanda registou um colapso do mercado imobiliário e, por outro, as medidas tomadas com vista a fazer face aos prejuízos dos bancos e a quebra das receitas públicas deram origem a graves problemas orçamentais. Dada a impossibilidade de acesso ao mercado, a Irlanda solicitou a assistência financeira internacional no final de 2010. A Irlanda registou um sólido historial de execução ao longo de todo o programa, que foi concluído em 2013. Os objetivos de consolidação orçamental no âmbito do programa foram cumpridos e a Irlanda melhorou as regras e instituições

orçamentais nacionais. Além disso, o défice nominal deverá atingir os objetivos fixados para 2013 e 2014. Os objetivos em matéria de desendividamento do setor bancário foram alcançados e os rácios de adequação dos fundos próprios melhoraram. A supervisão e a regulamentação financeiras foram reforçadas. As taxas de poupança das famílias aumentaram a fim de reduzir o seu endividamento. As reformas do mercado de trabalho contribuíram para uma diminuição do desemprego. Os preços imobiliários estabilizaram igualmente e mostram sinais de recuperação. No entanto, é necessário realizar mais progressos, dado a dívida pública e a dívida externa continuarem a ser muito elevadas, o setor financeiro ser vulnerável, tendo um volume muito elevado de empréstimos improdutivos, e o desemprego dos jovens e o de longo prazo permanecerem elevados.

- A **Espanha** está a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem um acompanhamento específico e a tomada de medidas decisivas*. Em várias dimensões, o processo de ajustamento dos desequilíbrios identificados no ano passado como excessivos progrediu claramente e o regresso a um crescimento positivo reduziu os riscos. No entanto, a magnitude e a interligação dos desequilíbrios, designadamente os elevados níveis da dívida interna e externa, correspondem a riscos ainda reais. A Comissão tenciona prosseguir o acompanhamento específico das políticas recomendadas pelo Conselho a Espanha no contexto do Semestre Europeu, e informará periodicamente o Conselho e o Eurogrupo. Este acompanhamento basear-se-á na supervisão pós-programa.

  Mais especificamente, o processo de ajustamento foi apoiado pela tomada de medidas decisivas a nível da UE e de Espanha. Em especial, a recapitalização e a reestruturação de bancos mais frágeis dissipou preocupações sistémicas sobre o setor financeiro e permitiu um bom termo do programa de assistência financeira no início de 2014. A balança corrente passou a registar um excedente, em resultado da combinação da redução das importações com um forte aumento das exportações, apoiadas por ganhos de competitividade. O mercado da habitação aproxima-se de uma situação de estabilização. A destruição de emprego parece estar a chegar ao seu termo. Ao nível político, o programa global de reformas estruturais delineado no quadro do PNR de 2013 está quase concluído do ponto de vista legislativo, passando uma fase de execução difícil a estar no centro das atenções. Estes desenvolvimentos positivos permitiram um forte restabelecimento da confiança, que é manifesto na diminuição dos prémios de risco do mercado, nas novas entradas de capitais estrangeiros e no aumento da confiança das empresas e dos consumidores.

  No entanto, o ajustamento está longe de estar concluído, continuando a verificar-se vulnerabilidades. Mais especificamente, o volume muito elevado de dívida pública e privada, tanto nacional como externa, continua a colocar riscos para o crescimento e a estabilidade financeira. Não obstante a sua contração recente, o desemprego mantém-se em níveis alarmantes. A reorientação do sistema produtivo para setores exportadores e a recuperação da competitividade internacional terão de ser prosseguidas a fim de diminuir o volume muito grande de dívida externa e os encargos daí decorrentes em termos de fluxo negativo de rendimentos em relação ao resto do mundo. O processo de ajustamento dos balanços do setor privado está a progredir, mas uma taxa de desemprego elevada e a quebra dos rendimentos limitaram o ritmo de redução do endividamento das famílias. As sociedades não financeiras reduziram o seu endividamento a um ritmo algo mais sustentado. Para o futuro, o desafio consiste em assegurar que a redução do endividamento seja indissociável de fluxos positivos de crédito dirigidos a mutuários financeiramente sólidos. A supressão dos obstáculos ao funcionamento dos mercados financeiros e dos produtos e o estabelecimento de procedimentos de insolvência eficientes poderão diminuir o efeito redutor sobre o crescimento decorrente do processo de desendividamento. No

mercado de trabalho, devem ser ponderadas reformas adicionais, partindo-se dos efeitos positivos das reformas realizadas recentemente sobre a flexibilidade interna e a fixação salarial. Além disso, as perdas significativas de receitas, o aumento das despesas sociais e os custos da recapitalização dos bancos provocaram uma pressão considerável sobre os défices orçamentais e um aumento acentuado da dívida pública, que passou para níveis elevados. O objetivo de défice orçamental para 2013 poderá não ter sido alcançado, embora a melhoria das perspetivas macroeconómicas deverá permitir que Espanha realize o objetivo de base para 2014. Para se garantir uma redução da dívida pública a médio prazo, será necessário envidar esforços orçamentais sustentados.

- A **França** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem um acompanhamento específico e a tomada de medidas decisivas*. Em especial, a deterioração da balança comercial e da competitividade, bem como as implicações do elevado nível de endividamento do setor público, requerem uma atenção política permanente. A necessidade de tomada de medidas decisivas a fim de reduzir o risco de efeitos adversos sobre o funcionamento da economia francesa e da área do euro é especialmente premente, tendo nomeadamente em conta a dimensão da economia francesa e as repercussões potenciais sobre o funcionamento da área do euro. Dada a necessidade de tomada de medidas já reiterada no quadro da AA de 2013, a Comissão tenciona prosseguir o acompanhamento específico das políticas recomendadas pelo Conselho à França no contexto do Semestre Europeu, e informará periodicamente o Conselho e o Eurogrupo.

  Mais especificamente, o crescente défice comercial reflete o declínio registado durante um período longo das quotas nos mercados de exportação, associado a perdas persistentes de competitividade em termos de custos e de fatores para além dos preços. Apesar das medidas tomadas para fomentar a competitividade, até ao momento há poucos resultados em termos de reequilíbrio. Enquanto os salários evoluíram em linha com a produtividade, os custos da mão de obra continuam a ser elevados e reduzem as margens de lucro das empresas. A rendibilidade reduzida e em diminuição das empresas privadas, nomeadamente no setor da indústria transformadora, pode ter prejudicado a sua capacidade para crescer e melhorar os seus resultados em termos de exportações. O ambiente desfavorável para as empresas e, em especial, o baixo nível de concorrência no setor dos serviços agravam a falta de competitividade. Além disso, a rigidez do sistema de fixação dos salários dificulta o processo de ajustamento dos salários pagos pelas empresas em função da produtividade. Apesar das medidas tomadas para reduzir o défice orçamental desde 2010, a dívida pública continuou a aumentar, o que requer a prossecução do processo de consolidação orçamental, e, atendendo ao elevado nível das despesas públicas, uma especial atenção à redução das despesas, nomeadamente através da procura de ganhos de eficiência. Prevê-se que a França não consiga realizar os objetivos fixados em matéria de défice nominal e de ajustamento estrutural ao longo de todo o período das previsões.

- A **Croácia** está a registar *desequilíbrios macroeconómicos excessivos que requerem um acompanhamento específico e a tomada de medidas fortes*. Em especial, é necessária a tomada de medidas, tendo em vista as vulnerabilidades decorrentes de uma dívida externa considerável, da deterioração das exportações, de empresas altamente endividadas e de uma dívida das administrações públicas em rápido aumento, num contexto de crescimento reduzido e de fraca capacidade de adaptação. A Comissão pretende exercer um acompanhamento específico no que diz respeito à execução das políticas, e informará periodicamente o Conselho.

  Mais especificamente, após uma fase de expansão, em que os desequilíbrios se acumularam, a Croácia está atualmente a atravessar uma desaceleração prolongada, em que

uma série de riscos externos e internos ficou patente. O processo de reequilíbrio externo é afetado por riscos importantes, dependendo da redução da dívida externa da Croácia para níveis mais seguros, da melhoria da competitividade e do alargamento do leque de exportações para além do turismo, com o objetivo de apoiar o crescimento. A redução do endividamento das sociedades não financeiras encontra-se ainda numa fase inicial e a evolução da situação relativa aos empréstimos improdutivos deste segmento requer acompanhamento. As empresas estatais, que, em alguns setores, continuam a desempenhar um papel dominante e que estão frequentemente por reestruturar, em geral estão altamente endividadas e são insuficientemente rentáveis. A Croácia apresenta as mais baixas taxas de atividade e de emprego em toda a UE, o que se relaciona parcialmente com o quadro institucional e político subjacente. Será fundamental um melhor funcionamento do mercado de trabalho para apoiar o crescimento e o processo de ajustamento tão necessários atendendo aos fatores de vulnerabilidade externos e internos. Com base em quase todo um conjunto de indicadores normalizados, afigura-se que o ambiente empresarial da Croácia tem uma pontuação significativamente inferior à média dos Estados-Membros da Europa Central e Oriental. Estes fatores conjugam-se com um crescimento potencial mais reduzido, o que entrava o saneamento dos balanços do setor privado e aumenta o esforço de consolidação orçamental requerido. Verifica-se a necessidade de realizar esforços adicionais significativos em matéria de consolidação orçamental, a fim de reduzir o défice e evitar o aumento insustentável da dívida. A Croácia é objeto de PDE e deve tomar medidas eficazes para corrigir a situação de défice excessivo até 30 de abril de 2014. De acordo com as tendências atuais e na ausência de medidas complementares, a Croácia corre o risco de não realizar os seus objetivos por uma ampla margem em 2014.

- A **Itália** está a registar *desequilíbrios macroeconómicos excessivos que requerem um acompanhamento específico e a tomada de medidas fortes.* Em especial, as implicações do nível muito elevado da dívida pública e da fraca competitividade externa, sendo ambos estes fatores derivados de um lento crescimento da produtividade, requerem uma atenção política urgente. A necessidade de tomada de medidas decisivas, a fim de reduzir o risco de efeitos adversos sobre o funcionamento da economia italiana e da área do euro, é especialmente premente, tendo nomeadamente em conta a dimensão da economia italiana. A Comissão tenciona prosseguir o acompanhamento específico das políticas recomendadas pelo Conselho a Itália no contexto do Semestre Europeu, e informará periodicamente o Conselho e o Eurogrupo.

  Mais especificamente, a elevada dívida pública constitui um pesado encargo para a economia, em especial no contexto de um crescimento económico cronicamente fraco e de uma inflação reduzida. Atingir e manter excedentes primários muito elevados — acima das médias históricas — e um sólido crescimento do PIB durante um período prolongado, ambos estes fatores necessários para colocar o rácio dívida/PIB numa trajetória firmemente descendente, constituirá um desafio de envergadura. Em 2013, a Itália realizou progressos no sentido do seu objetivo orçamental de médio prazo. No entanto, verifica-se o risco de que o ajustamento do saldo estrutural em 2014 seja insuficiente, dada a necessidade de reduzir o rácio muito elevado da dívida pública a um ritmo adequado. A crise veio reduzir a capacidade de resistência inicial do setor bancário italiano e enfraqueceu o seu papel de apoio à retoma da economia. As perdas de competitividade têm origem num desfasamento persistente entre a evolução dos salários e a da produtividade, numa elevada carga fiscal sobre o trabalho, numa estrutura desfavorável de produtos de exportação e numa elevada proporção de pequenas empresas que têm dificuldade em competir internacionalmente. A rigidez na fixação dos salários entrava um grau suficiente de diferenciação salarial, refletindo a evolução da produtividade e as condições locais do mercado de trabalho. As

ineficiências de longa data verificadas no quadro da administração pública e do sistema judicial, uma deficiente gestão das empresas e elevados níveis de corrupção e evasão fiscal reduzem a eficiência da afetação de recursos na economia e comprometem a materialização dos benefícios das reformas adotadas. As grandes lacunas em termos de capital humano agravam o problema da produtividade, que refletem a fraca rendibilidade da educação para as gerações mais jovens, a especialização do país em setores de média ou baixa tecnologia e as debilidades estruturais do sistema de ensino.

- A **Hungria** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem um acompanhamento e a tomada de medidas decisivas*. Em especial, o ajustamento em curso da posição internacional líquida altamente negativa, as dívidas pública e privada elevadas num contexto de um setor financeiro frágil e a deterioração do desempenho das exportações continuam a dever ser objeto de uma grande atenção a fim de reduzir os importantes riscos de efeitos adversos para o funcionamento da economia.

  Mais especificamente, não obstante um fraco desempenho das exportações, a posição líquida de investimento internacional tem vindo a melhorar, refletindo principalmente o desendividamento do setor privado. Muito embora se tenham registado recentemente alguns sinais encorajadores no setor da indústria transformadora, não será suficiente para concretizar por si só uma alteração significativa dos resultados das exportações. Embora o nível da dívida tenha diminuído, permanecem o desequilíbrio e os riscos relacionados com a dívida privada, dado o desendividamento ter sido dificultado por uma elevada percentagem de mutuários em dificuldades, a desvalorização do mercado da habitação, um setor financeiro frágil, uma parte substancial dos empréstimos em moeda estrangeira, bem como a incerteza comercial que prevalece. Para o restabelecimento de condições normais de crédito à economia de modo sustentável, será necessário melhorar as condições de funcionamento do setor bancário. Uma elevada dívida pública é outra fonte importante de preocupações. Apesar de melhorias substanciais do saldo orçamental estrutural, uma taxa de câmbio desvalorizada, um crescimento potencial reduzido e despesas de financiamento elevadas têm impedido a dívida de diminuir. Não se prevê que a Hungria realize o seu objetivo de médio prazo e o seu saldo estrutural deverá deteriorar-se em 2014.

- Os **Países Baixos** continuam a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem um acompanhamento e a tomada de medidas*. Em especial, deve ser objeto de atenção a evolução macroeconómica no que diz respeito ao nível de endividamento do setor privado e ao desendividamento em curso, juntamente com as ineficiências remanescentes do mercado imobiliário. Embora o elevado excedente da balança corrente não suscite riscos comparáveis aos dos défices consideráveis, estando em parte associado à necessidade de redução do endividamento, a Comissão acompanhará a evolução da balança corrente dos Países Baixos no contexto do Semestre Europeu.

  Mais especificamente, foram-se acumulando ao longo de décadas fatores de rigidez e de distorção que explicam os modos de financiamento das aquisições imobiliárias e os regimes de poupança setorial. Os créditos imobiliários assumiram uma grande importância nos balanços das instituições financeiras à medida que as famílias contraíram empréstimos dando como garantia o seu património imobiliário. Paralelamente, desde meados dos anos 90, as sociedades não financeiras passaram a registar um excedente de poupança estrutural, tendo-se isso traduzido numa situação em que coexistem um excedente significativo e persistente da balança corrente e um nível elevado de dívida bruta e de ativos líquidos das famílias. Nos últimos anos, a falta de vigor da procura interna na sequência da crise mundial continuou a aumentar o excedente externo. Nos últimos anos, têm-se verificado melhorias a este respeito com as políticas adotadas no sentido da redução do financiamento

hipotecário. O desendividamento continuará a afetar a atividade económica, mas a estabilização do mercado da habitação e a posição líquida positiva de ativos das famílias limitam os riscos. No que diz respeito às finanças públicas, os Países Baixos não deverão realizar o objetivo em matéria de défice nominal em 2014, ano em que o défice excessivo deveria ser corrigido, embora se preveja a adoção das medidas estruturais da dimensão recomendada em 2013-14.

- A **Eslovénia** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos excessivos que requerem um acompanhamento específico e a tomada de medidas fortes numa base contínua*. Os desequilíbrios têm diminuído no último ano, graças ao ajustamento macroeconómico e à tomada de medidas decisivas por parte da Eslovénia. No entanto, a amplitude da correção necessária significa que continuam a verificar-se riscos substanciais. A Comissão tenciona prosseguir o acompanhamento específico das políticas recomendadas pelo Conselho à Eslovénia no contexto do Semestre Europeu, e informará periodicamente o Conselho e o Eurogrupo.

  Mais especificamente, o risco decorrente de uma estrutura económica caracterizada por um débil governo das sociedades, uma elevada participação do Estado na economia, perdas de competitividade em termos de custos, um nível excessivo de endividamento das empresas e o aumento da dívida pública justificam uma muito maior atenção. Embora se tenham realizado progressos consideráveis em matéria de saneamento dos balanços dos bancos, continua a ser necessária uma ação determinada no que diz respeito à aplicação integral de uma estratégia global para o setor bancário, incluindo a sua reestruturação, privatização e supervisão reforçada.

  A Eslovénia continua a debater-se com as consequências da sua forte expansão económica anterior, suportando as empresas um nível insustentavelmente excessivo de endividamento. A transferência de empréstimos improdutivos para a Bank Asset Management Company (BAMC) melhorou a qualidade dos balanços dos bancos, mas esses empréstimos continuam a ser elevados em relação aos níveis anteriores à crise e devem ainda ser duravelmente reestruturados com base no quadro alterado recentemente da insolvência. Dado que a procura interna, em especial o investimento, se contraiu de forma significativa, a balança corrente registou uma correção acentuada, passando a registar-se um excedente considerável, mas as perdas de competitividade em termos de custos não foram recuperadas e as reformas ainda não resolveram plenamente a falta de flexibilidade do mercado de trabalho e o problema da competitividade. O débil governo das sociedades, em especial, mas não só, nas empresas estatais, reduz a eficiência global da economia devido a uma possível afetação ineficiente dos recursos. Uma diminuição significativa da participação do Estado nos setores empresarial e financeiro, em combinação com uma estratégia global de gestão de ativos fundamentais e o desinvestimento de ativos não fundamentais, poderá melhorar a capacidade de adaptação da economia. Por último, o aumento substancial da dívida pública verificado nos últimos anos, embora a partir de um nível relativamente baixo, cria novos desafios. Embora se preveja um défice orçamental nominal superior aos objetivos, devido às despesas significativas relativas à recapitalização dos bancos em 2013 e 2014, o défice, segundo as projeções, deve exceder o objetivo fixado para 2015, num cenário de políticas inalteradas. O ajustamento estrutural ficou também ligeiramente aquém do necessário. Na sua globalidade, estas lacunas e desafios afetam o desempenho macroeconómico a curto prazo. A recente queda das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas alivia a pressão numa certa medida, mas o ritmo de execução do programa das reformas estruturais tem de ser acelerado.

- A **Finlândia** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem acompanhamento e a tomada de medidas*. Em especial, o fraco desempenho das exportações nos últimos anos, decorrente da reestruturação do setor industrial, bem como os fatores de competitividade em termos de custos e outros, devem ser objeto de atenção constante.

  Mais especificamente, o elevado crescimento das importações, antes da crise, e a desaceleração das exportações, em seguida, explicam a erosão do saldo externo. No entanto, a balança corrente estabilizou-se recentemente e a sustentabilidade externa não é motivo de preocupação. O país continuou a perder quotas nos mercados de exportação a um ritmo rápido, apesar da retoma do comércio mundial. A integração da Finlândia nas cadeias de valor mundiais desempenhou um papel na diminuição do desempenho das exportações, enquanto a reestruturação industrial ainda não conseguiu compensar a grande redução da dimensão dos setores eletrónico e florestal. Por seu turno, a capacidade de ajustamento da economia é limitada pela produtividade reduzida e pela fraca pressão concorrencial no setor dos serviços, bem como pelo aumento dos custos devido ao crescimento dinâmico dos salários e à elevada intensidade energética. Os exportadores conseguiram neste contexto manter a competitividade em termos de preços, sobretudo através da compressão das margens de lucro, o que limitou a sua capacidade para transformar o elevado potencial de inovação em novos produtos. Os fatores não relativos aos custos parecem explicar a maior parte da deterioração da competitividade: um número limitado de grandes empresas exportadoras que vendem uma gama pequena de produtos, uma menor propensão das pequenas empresas para exportar e despesas menos eficientes no domínio da I&D. Por sua vez, o fraco investimento, a diminuição da população em idade ativa e a queda acentuada da produtividade afetam o crescimento potencial. No que diz respeito às finanças públicas, o défice estrutural deverá ser ligeiramente superior ao seu objetivo de médio prazo em 2014, enquanto, em parte devido à dinâmica de crescimento desfavorável, a dívida pública deverá aumentar para mais de 60 % do PIB.

- A **Suécia** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem acompanhamento e a tomada de medidas*. Em especial, a evolução da situação em matéria de endividamento das famílias, juntamente com as ineficiências do mercado da habitação, continuam a dever ser objeto de atenção. Embora o elevado excedente da balança corrente não suscite riscos comparáveis aos dos défices consideráveis, estando em parte associado à necessidade de redução do endividamento, a Comissão acompanhará a evolução da balança corrente da Suécia no contexto do Semestre Europeu.

  Mais especificamente, o endividamento das famílias aumentou de novo, após um período de estabilização, permanecendo os principais fatores que para tal contribuíram: as baixas taxas de juro sobre empréstimos hipotecários, o enviesamento a favor do endividamento no sistema fiscal, a lenta amortização dos empréstimos hipotecários e a limitada oferta de habitação. Vários indicadores das condições de oferta e procura de crédito não indicam qualquer pressão iminente para o desendividamento. Após a estabilização dos últimos anos, os preços imobiliários aumentaram novamente em 2013, impulsionados por condições favoráveis do lado da procura e ineficiências do lado da oferta. Além disso, as ineficiências do mercado de arrendamento, procedimentos de planeamento complexos e pouca concorrência no setor da construção contribuíram também para a dinâmica dos preços da habitação. São necessários preços imobiliários mais estáveis para limitar o endividamento privado e reduzir os riscos macroeconómicos, caso aumentem os custos do serviço da dívida. As recentes medidas macroprudenciais são fundamentais, mas provavelmente não serão suficientes, para reduzir os riscos macroeconómicos. Em

especial, os fortes incentivos fiscais para o financiamento da dívida são considerados o fator essencial subjacente aos preços da habitação. Um nível de investimento mais elevado no parque habitacional permitiria também melhorar o saldo poupança-investimento. No que diz respeita ao endividamento do setor empresarial não financeiro, a análise conclui que não dá origem a riscos macroeconómicos. Além disso, as recentes reformas em matéria de tributação das empresas são suscetíveis de continuar a reduzir o nível da dívida das empresas, limitando a minimização do pagamento de impostos por parte das empresas multinacionais.

- O **Reino Unido** continua a registar *desequilíbrios macroeconómicos que requerem acompanhamento e a tomada de medidas*. Em especial, deve continuar a ser objeto de atenção a evolução no domínio do endividamento das famílias, associado aos elevados níveis de endividamento hipotecário e às características estruturais do mercado imobiliário, bem como a evolução desfavorável no que diz respeito às quotas nos mercados de exportação.

  Mais concretamente, embora o crescimento recente da atividade económica seja positivo, é impulsionado principalmente pelo consumo das famílias e é acompanhado por um défice crescente da balança corrente. O investimento das empresas e as exportações líquidas devem ainda aumentar a partir dos seus níveis atuais baixos. A contenção do nível elevado de endividamento, em especial do setor das famílias, procurando simultaneamente minimizar o impacto sobre o investimento e o crescimento, contribuiria para limitar os riscos a médio prazo e a vulnerabilidade aos aumentos do custo da contração de empréstimos. O crescimento dos empréstimos hipotecários foi modesto, mas está a aumentar, partindo de uma situação existente anteriormente de elevados níveis de endividamento das famílias. Os riscos no setor da habitação dizem respeito a uma penúria estrutural persistente do lado da oferta de habitação; a lentidão relativa da reação da oferta ao aumento da procura resulta em elevados preços da habitação, em especial em Londres e no Sudeste, e no endividamento hipotecário dos agregados familiares. Embora a tendência de diminuição das quotas nos mercados de exportação não deva colocar riscos a curto prazo, bem como o défice da balança corrente, isso aponta para a existência de desafios estruturais. Estes desafios referem-se aos défices de competências e a um nível baixo de equipamento em infraestruturas. No que diz respeito às finanças públicas, o Reino Unido parece continuar a não realizar os seus objetivos de défice nominal e de ajustamento estrutural por uma margem considerável.

Para três países objeto de análise, não foram identificados desequilíbrios macroeconómicos. As AA revelam que os riscos macroeconómicos na *Dinamarca* e em *Malta* diminuíram e estão mais bem controlados. Igualmente, não existem sinais da existência de desequilíbrios na aceção do PDM no *Luxemburgo*. Contudo, são necessárias uma supervisão cuidadosa e uma coordenação das políticas em todas as circunstâncias e para todos os Estados-Membros, a fim de permitir a identificação de riscos emergentes e conceber as políticas que contribuam para o crescimento e o emprego. Esta supervisão continuará no contexto do Semestre Europeu.

- Os desafios macroeconómicos na **Dinamarca** *já não constituem riscos macroeconómicos consideráveis, deixando de ser identificados como desequilíbrios na aceção do PDM*. O ajustamento no mercado da habitação e as implicações de uma elevada dívida do setor privado para a economia real e a estabilidade do setor financeiro parecem ter sidos contidos. Todavia, estes desenvolvimentos, bem como os fatores subjacentes à competitividade externa, devem ser objeto de um acompanhamento permanente.

Mais especificamente, os riscos macrofinanceiros decorrentes da dívida do setor privado parecem ser limitados, mesmo num contexto de riscos extremos constituído pela combinação de choques adversos decorrentes da taxa de juro com uma evolução desfavorável do mercado de trabalho. O nível elevado de endividamento das famílias é compensado pelos ativos consideráveis das famílias, o que reflete as importantes economias detidas nos fundos de pensões e no setor imobiliário. As famílias têm, até ao momento, sido financeiramente capazes de fazer face ao ajustamento dos preços imobiliários verificado desde 2007, dado o número de pagamentos em atraso ter permanecido a um nível muito baixo. Além disso, vários testes de esforço e estudos concluíram que as famílias seriam capazes de fazer face a choques adversos. O setor financeiro apresenta-se estável, sendo os desafios remanescentes resolvidos através do reforço das medidas regulamentares e de supervisão. Em matéria de competitividade, a Dinamarca tem vindo a perder quotas nos mercados de exportação; esta situação está associada a um elevado crescimento dos salários e ao fraco crescimento da produtividade. No entanto, o desfasamento entre a evolução da produtividade e dos salários parece ser um fenómeno cíclico. Tendo em conta os elevados excedentes da balança corrente, a diminuição tendencial das quotas nos mercados de exportação não indica a existência de riscos a curto prazo. No que diz respeito às finanças públicas, a Dinamarca deverá ter corrigido de modo sustentável o seu défice excessivo em 2013.

- Os desafios macroeconómicos do **Luxemburgo** *não foram identificados como desequilíbrios na aceção do PDM*. Tais desafios resultam de um modelo de crescimento baseado num setor financeiro eficiente, que resistiu bem à crise. Por outro lado, as perdas a nível da competitividade industrial, a evolução do mercado da habitação e o elevado nível de endividamento do setor privado devem continuar a ser objeto de acompanhamento.

  Mais especificamente, a análise do excedente da balança corrente revela que não decorrem de uma procura interna anémica, mas sim são o resultado do modelo de crescimento do país assente fortemente na prestação de serviços financeiros. Contudo, encobrem um défice comercial de mercadorias considerável e em aumento constante, provindo em geral do desempenho insuficiente das exportações. As perdas de quotas nos mercados de exportação derivam em grande medida do facto de os custos unitários do trabalho aumentarem muito mais rapidamente do que nos principais parceiros comerciais, situação resultante em parte do mecanismo de fixação dos salários. Neste contexto, constitui um desafio a resolução estrutural da modulação temporária da indexação automática dos salários. Os riscos para a estabilidade financeira nacional decorrentes da presença de um setor financeiro de grande dimensão são reais, mas estão relativamente contidos à medida que o setor se diversifica e especializa ao mesmo tempo. Por outro lado, os bancos nacionais apresentam bons rácios de capital e de liquidez. O elevado nível de endividamento do setor privado e, em especial, das sociedades não financeiras reflete principalmente a presença de um grande número de empresas multinacionais que, através das suas sucursais ou filiais no Luxemburgo, realizam operações de financiamento intragrupo. O dinamismo dos preços imobiliários representa uma fonte de preocupação crescente. Por último, a atual posição favorável das finanças públicas depende, em grande medida, da sustentabilidade do modelo de crescimento baseado num setor financeiro dinâmico e apresenta um elevado risco para a sua sustentabilidade a longo prazo. Deste modo, a reforma do regime de pensões aplicada recentemente é insuficiente para fazer face a este desafio. No entanto, o saldo estrutural situa-se acima do objetivo de médio prazo.

- Os desafios macroeconómicos em **Malta** *já não constituem riscos macroeconómicos consideráveis, deixando de ser identificados como desequilíbrios na aceção do PDM*.

Embora o endividamento continue a ser elevado, os riscos que pesam sobre a sustentabilidade da dívida dos setores privado e público e a estabilidade do setor financeiro parecem contidos, apesar de merecerem um acompanhamento permanente.

- Mais especificamente, a AA considerou que os indicadores da estabilidade financeira permanecem sólidos. No entanto, tendo em conta a natureza estrutural dos riscos do setor, é fundamental a continuação das atuais práticas prudentes de assunção de riscos e de supervisão. O mercado da habitação estabilizou-se e, por conseguinte, os riscos decorrentes da exposição excessiva ao mercado imobiliário são limitados. A dívida privada encontra-se em diminuição; está a decorrer um processo de desendividamento das sociedades de modo ordenado e as pressões no mercado de crédito são limitadas. No que diz respeito às finanças públicas, Malta deverá cumprir os seus objetivos de défice nominal em 2013 e 2014. No que diz respeito à sustentabilidade externa, o desempenho das exportações tem sido positivo, graças à orientação dos mercados de produtos e geográficos e aos fatores de competitividade não relacionados com custos; o saldo da balança corrente encontra-se em situação de excedente. Por último, a competitividade externa poderá beneficiar de medidas ativas em matéria de resposta a ajustamentos relativos à estrutura de custos nos países concorrentes.