



ENVOLVENTE EMPRESARIAL

ANÁLISE DE CONJUNTURA

3º TRIMESTRE 2019
EDIÇÃO ELETRÓNICA



Análise elaborada com dados até 16/10 e destaques de enquadramento até final de setembro, mais algumas notícias relevantes até meados de outubro



Índice de Assuntos

FICHA TÉCNICA

Propriedade

CIP - Confederação
Empresarial
de Portugal
Praça das Indústrias
1300-307 LISBOA

Diretor

João Costa Pinto

Edição

CIP - Departamento de
Assuntos Económicos

Coordenação

Pedro Capucho

Redação

Nuno Torres
Lurdes Fonseca
Paulo Caldas

Sede de Redação

CIP - Confederação
Empresarial
de Portugal
Praça das Indústrias
1300-307 LISBOA

NIF

500 835 934

Design Gráfico

Mariana Barros

Periodicidade

Trimestral

ISSN

2183-198X

Registo na ERC

117830

É autorizada a
reprodução dos
trabalhos publicados,
desde que citada a
fonte e informada
a direção da revista.

Estatuto Editorial

Disponível [online](#).

EDITORIAL	4
1. ENQUADRAMENTO	6
1.1 Enquadramento internacional	6
1.2 Enquadramento nacional	8
2. ATIVIDADE ECONÓMICA GLOBAL	10
2.1 PIB e outros indicadores de atividade	10
2.2 Projeções macroeconómicas nacionais e internacionais	15
3. INTERNACIONALIZAÇÃO	29
3.1 Comércio internacional	29
3.1.1 Comércio internacional de bens	29
3.1.2 Comércio internacional de serviços	33
3.1.3 Balança de bens e serviços	34
3.2 Investimento direto	35
4. FINANCIAMENTO	36
4.1 Taxas de juro	36
4.2 Crédito	38
5. MERCADO DE TRABALHO	41
6. CUSTOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS	43
7. CUSTOS DA ENERGIA	44
7.1 Combustíveis	44
8. INFLAÇÃO, CÂMBIOS E COMPETITIVIDADE PELOS CUSTOS	45
8.1 Inflação e câmbios	45
8.2 Competitividade pelos custos laborais	46
9. AJUSTAMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA	47
9.1 Equilíbrio externo	47
9.2 Contas públicas	48



EDITORIAL

“Crescimento ou estagnação” foi o tema do recente Congresso da CIP, onde o Presidente António Saraiva afirmou que não podemos ficar satisfeitos com as projeções macroeconómicas para os próximos anos, acrescentando que “se as perspetivas são desfavoráveis, é altura de as contrariar, fazendo diferente, fazendo melhor”.

De facto, as previsões para 2020 do Conselho das Finanças Públicas e do FMI (as únicas, para além das do Governo, que já incluem o efeito associado à revisão das contas nacionais) apontam para o aprofundamento da desaceleração da economia.

Só o Governo, no Projeto de Plano Orçamental apresentado à Comissão Europeia, prevê uma (ligeira) aceleração do PIB, de 1,9% para 2,0% no próximo ano.

De acordo com a análise do Conselho das Finanças Públicas, este maior otimismo do Governo assenta nos pressupostos de aumentos crescentes de ganhos de quota de mercado por parte dos exportadores nacionais e de uma quebra na elasticidade das importações face à procura global.

A confirmação destes dois pressupostos seria uma boa notícia para a economia portuguesa. Na última edição desta publicação tive oportunidade de destacar precisamente a estagnação da quota de mercado de Portugal e a resposta das importações ao impulso da procura global como fatores que explicam o recente enfraquecimento do dinamismo da atividade económica.

Acredito que a adoção de uma política económica mais favorável à competitividade empresarial terá impacto nestes dois fatores, mesmo num horizonte temporal relativamente curto (sobretudo no primeiro, já que o segundo tem uma natureza mais estrutural). No entanto, as previsões do Governo foram elaboradas num cenário de políticas invariantes. Ora, sem uma alteração nas políticas, não podemos esperar melhores resultados.

Como se pode ler nesta edição da Envolvente Empresarial, é também surpreendente que, neste cenário, o Governo tenha procedido a uma revisão em baixa do saldo orçamental em 2020, de 0,3% do PIB (como constava do Programa de Estabilidade) para 0,0%. Esta revisão leva a que o saldo estrutural se deteriore entre 2019 e 2020, em vez de melhorar (como também constava do Programa de Estabilidade).

A resposta de Bruxelas não se fez esperar: neste cenário, as regras europeias não são cumpridas.

O Governo tem agora, no Orçamento do Estado para 2020, que definir medidas capazes de dar resposta, por um lado, às exigências europeias de uma melhoria do saldo estrutural e de mais contenção na despesa e, por outro lado, à necessidade de contrariar o impacto de uma conjuntura adversa nos nossos principais parceiros comerciais.



É nesse sentido que vai a mensagem do Banco Central Europeu, dirigida a todos os Estados-membro da área do euro, independentemente da margem orçamental que possuam para implementar políticas mais expansionistas: “intensificar os esforços no sentido de adotarem finanças públicas com uma composição mais favorável ao crescimento”.

Reconheço que é uma tarefa difícil, sobretudo no enquadramento em que as economias mais frágeis e alavancadas do euro são forçadas a mover-se. Requer uma melhoria significativa, em termos de eficácia, na afetação e utilização dos recursos públicos. São estas as circunstâncias que tornam o Orçamento do Estado para 2020 – e a sua execução – particularmente exigentes.

João Costa Pinto



1. ENQUADRAMENTO

1.1 Enquadramento internacional

No que se refere à **política monetária**, o período de análise ficou marcado pelo **reforço do estímulo monetário do BCE** para contrariar o enfraquecimento crescente da **economia da Área Euro** (Alemanha em particular) e a inflação abaixo da meta de 2% no médio prazo. Na **reunião de setembro**, a penúltima presidida por **Mário Draghi** – que será sucedido por **Christine Lagarde**, uma escolha conhecida em julho –, foi anunciado o **regresso do programa de compra de ativos** (a um ritmo mensal de 20 mil M€), interrompido no final de 2018, para manter “durante o tempo que for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas de juro diretores” em mínimos históricos, terminando “pouco tempo delas serem aumentadas”.¹

Por sua vez, a **Reserva Federal**, reduziu a sua principal **taxa de juro diretora** em 0,25 p.p. nas reuniões de julho e setembro (para um intervalo de 1,75% a 2,00%) face às perspetivas económicas menos favoráveis (ainda que o mercado de trabalho esteja ainda bastante robusto, com uma taxa de desemprego historicamente baixa, e a economia cresça a ritmo moderado) e ao reduzido valor da inflação (abaixo da meta de 2%), dando assim por terminado o período de normalização de política monetária, que durou desde o final de 2015 até ao final de 2018 (num total de nove subidas de 0,25 p.p. na *Fed funds rate*).

No dia 18/9 foram convocadas **novas eleições legislativas** em **Espanha** (as quartas em quatro anos), a realizar em 10/11, por falta de consenso entre os partidos para a recondução de Pedro Sánchez como primeiro-ministro na sequência dos resultados das eleições de abril.

No dia 2/10, a Comissão Europeia emitiu uma [declaração](#) em reação às **contramedidas comerciais dos EUA autorizadas pela OMC** – que deu razão aos norte-americanos quanto à ilegalidade dos subsídios concedidos ao fabricante de aviões francês **Airbus** de 2011 a 2013 –, lembrando que, num caso paralelo de apoios indevidos ao fabricante norte-americano de aviões **Boeing**, dentro de poucos meses a UE terá igualmente contramedidas a aplicar contra os EUA. As contramedidas dos EUA, aplicadas a um valor recorde de 7,5 mil milhões de dólares (7 mil M€) de importações da UE, estão vertidas numa [lista de bens](#) com **taxas de importação adicionais de 10% sobre aviões** (de França, Alemanha, Espanha e Reino Unido) e **25% sobre um conjunto alargado de combinações de produtos e países**, onde **Portugal** também é abrangido ao nível de vários **produtos agroalimentares** (vários tipos de queijo, leite fermentado, óleos e gordura derivados do leite, iogurtes, manteiga, porco e presunto, mexilhões, frutas, sumos vegetais ou de cereja, geleias de frutos silvestres, nomeadamente).

¹ Foi ainda decidido um corte da taxa de depósito (para -0,5%), mas isentando parte das reservas excedentárias dos bancos (com vista a salvaguardar a sua rentabilidade), uma abordagem designada de *tiering*, e um aperfeiçoamento das novas séries de empréstimos de longo prazo à banca (TLTRO na sigla inglesa) apresentadas em março, com o objetivo de incentivar a concessão de crédito às empresas e aos consumidores.



No dia 9/10 foi divulgado o relatório [The Global Competitiveness Report 2019](#), do World Economic Forum, onde se preconizam **reformas estruturais** e **políticas orçamentais** que promovam o **investimento em infraestruturas** (aproveitando o baixo nível das taxas de juro), **I&D e capital humano**, uma abordagem vista como a melhor resposta para os países reanimarem o crescimento da produtividade e fazerem face ao abrandamento da economia mundial, já que a **política monetária** ultra expansionista está esgotada e poderá ter contribuído para a estagnação da produtividade ao encorajar uma má alocação de capital. Em particular, deverão ser promovidos **investimentos "verdes"** para descarbonização da economia, com vista a um **crescimento sustentável** e que também se pretende **inclusivo**.

No relatório, **Portugal** manteve a 34ª posição no **ranking de competitividade** (em 140 países), tendo registado uma melhoria ligeira na **pontuação** (+0,2 p.p., para 70,4% da fronteira). Dos 12 **pilares** considerados, **Portugal pontua relativamente melhor** na Saúde (94,2% e 22º), na Estabilidade macroeconómica (85,0% e 62º) e nas Infraestruturas (83,6% e 21º), e **relativamente pior** na Capacidade de inovação (53,7% e 31º), no Mercado de produto (59,7% e 39º), na Dimensão de mercado (60,5% e 51º), no Mercado de trabalho (63,2% e 49º) e nas Instituições (64,5% e 30º). Em termos de **dinâmica**, a **descida** de pontuação nos pilares do Mercado de trabalho e Saúde foi contrariada pelo aumento nos restantes pilares, com exceção do relativo à Estabilidade macroeconómica, que estabilizou.

Quanto aos **indicadores** dos vários pilares, destaca-se o **primeiro lugar** de Portugal na (pouca) Incidência de terrorismo (pilar Instituições), na Inflação (Estabilidade macroeconómica) e no Gap de crédito (Sistema financeiro), com as **piores posições** a ocorrerem na Solidez dos bancos (125ª; pilar do Sistema Financeiro), Rácio de capital dos bancos (123ª; Sistema financeiro), Crédito malparado (121ª; Sistema financeiro), Práticas de contratação e despedimento (121ª; Mercado de trabalho), Mobilidade laboral interna (120ª; Mercado de trabalho), Taxa de imposto sobre o trabalho (115ª; Mercado de trabalho), Eficiência do sistema legal na resolução de disputas (113ª; Instituições), Complexidade das tarifas (113ª; Mercado do produto), Flexibilidade na determinação dos salários (98ª; Mercado de trabalho), Visão de longo prazo do Governo (98ª; Instituições), Carga da regulamentação governamental (96ª; Instituições), Solidez dos standards de auditoria e prestação de contas (91ª; Instituições), Alinhamento dos salários com a produtividade (88ª; Mercado de trabalho), Atitude relativamente ao risco empresarial (87ª) e Eficiência do sistema legal na disputa de regulamentos (83ª; Instituições), considerando posições abaixo da 80ª.

No dia 9/10, a **Alemanha aprovou** um **plano de ação climática** para alcançar a neutralidade carbónica em 2050, prevendo um reforço da implementação de metas intermédias. O plano prevê a arrecadação de 54 mil milhões de euros em impostos ambientais, que serão investidos em energia verde, permitindo reduzir em 55% as emissões de gases de efeito de estufa até 2030 face aos níveis de 1990. O **plano foi considerado insuficiente**, tanto por ativistas ambientais como por grupos industriais, para alcançar a neutralidade carbónica em 2050.



No dia 10/10, o Presidente do Eurogrupo, Mário Centeno, anunciou um [acordo para a criação de um instrumento orçamental para a Área Euro](#), designado **Instrumento orçamental para a convergência e competitividade (BICC na sigla em inglês)** com um valor de cerca de 17 mil M€ durante num período de sete anos. [Os termos do BICC](#) determinam que **80%** do valor será distribuído tendo em conta a **população** do país e o **inverso do PIB per capita**, e os restantes **20%** serão usados de forma mais flexível, de acordo com necessidades específicas dos Estados, ao suportar **pacotes de reformas e investimentos** "especialmente ambiciosos em face das **prioridades da Área Euro**". A **taxa de cofinanciamento** dos Estados é de 25%, mas poderá ser reduzida para metade em caso de "**circunstâncias económicas severas**", conforme definidas no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Segundo Centeno, "os Estados-membros submeterão **propostas de pacotes de reformas e investimentos** na primavera de cada ano, juntamente com os seus **programas nacionais de reformas**, o que é coerente com o **semestre europeu** (de coordenação de políticas económicas e orçamentais) e com o planeamento dos orçamentos nacionais." A discussão, a nível da cimeira do euro e do Eurogrupo, sobre **prioridades estratégicas** dará o pontapé de saída do ciclo para a **seleção dos projetos elegíveis** para o financiamento do novo instrumento orçamental. O instrumento deverá estar **operacional em 2021**, por ocasião da entrada em vigor do próximo **quadro financeiro plurianual** da UE. Será ainda criado um **instrumento financeiro para Estados membros não pertencentes à Área Euro**.

No dia 15/10, o Presidente Donald Trump anunciou que os **EUA e a China acordaram as principais linhas de um acordo comercial parcial** que poderá ser assinado em novembro.

No dia 17/10, a Comissão Europeia recomendou ao Conselho a aprovação de um [novo acordo de Brexit](#) alcançado com os negociadores do Primeiro-ministro britânico Boris Johnson, que precisa ainda de ser ratificado pelos Parlamentos nacionais da UE, pelo Parlamento Europeu e pelo Parlamento do Reino Unido. Se tal não acontecer até de 31/10, o Brexit acontecerá sem acordo, a não ser que o Reino Unido solicite e obtenha uma extensão do prazo.

1.2 Enquadramento nacional

No dia 18/9, o IAPMEI lançou o [Portal do Financiamento](#), uma plataforma de pesquisa com informação sobre os **apoios disponíveis**. A **pesquisa simples** mostra as opções de financiamento segundo as **categorias** Investir, Reforçar tesouraria, Exportar, Inovar, Criar negócio/startup, Revitalizar e Reforçar capitais próprios. A **pesquisa avançada** permite inserir informação específica nos campos relativos à **Caracterização da Empresa** e Caracterização do **Investimento**, com vista a apurar resultados mais precisos em função do caso concreto.



O [Conselho de Ministros de 19/9](#) aprovou, após consulta pública, o decreto-lei que regula o "ECOMPENSA", um sistema de **compensação voluntária de créditos** através de **plataformas eletrónicas credenciadas** para o efeito, concretizando uma medida iSIMPLEX 2019. No dia 10/10 foi publicado o [Decreto-Lei n.º 150/2019](#), que concretiza a medida.

No início de outubro, a **Comissão Europeia** divulgou o [10º Relatório pós-programa de Ajustamento](#), onde foi destacada a **deterioração da balança corrente** (agravando a ainda elevada dívida externa), o acréscimo de **volatilidade na produção industrial**, bem como os **significativos riscos externos**, que poderão penalizar o andamento da atividade económica, ainda que a **perspetiva de curto prazo permaneça globalmente favorável**, com um crescimento moderado do PIB superior ao Área Euro, que tem evidenciado uma desaceleração mais acentuada que Portugal. A **produtividade do trabalho** deverá recuperar ligeiramente em 2019, mas permanece fraca, limitando a **competitividade** e o **crescimento potencial** do PIB de Portugal. O contexto ainda favorável constitui uma janela de oportunidade para prosseguir uma **consolidação orçamental estrutural** e reduzir o ainda elevado rácio de **dívida pública** no PIB, minorando a vulnerabilidade a riscos descendentes. Para tal, é preciso aumentar o controlo e eficiência da despesa pública, regularizar dívidas em atraso a fornecedores e assegurar uma efetiva monitorização das empresas públicas. A Comissão aponta ainda a necessidade de aumentar a eficiência do **sistema legal**, prosseguir a redução do **crédito malparado** e reforçar os **rácios de capital** dos bancos para os tornar mais resilientes face a condições macroeconómicas menos favoráveis.

No dia 8/10, o Presidente da República [indigitou](#) António Costa como Primeiro-ministro do **XXII Governo Constitucional**, após a vitória do Partido Socialista nas **eleições legislativas** de 6/10, embora com maioria relativa.

No dia 10/10, a **Comissão Política Nacional do PS** emitiu um [comunicado](#) onde esclareceu que "o Partido Socialista procedeu a **contactos com os partidos com os quais assinou as posições conjuntas em 2015** (BE, PCP e PEV), com o partido que colaborou na atual solução política (**PAN**), assim como com o novo partido com representação parlamentar (**LIVRE**)". "Desses contactos resulta claro que o **PS tem condições para formar Governo**, tendo todos os partidos manifestado vontade de trabalhar para que haja mais quatro anos de estabilidade política, estabilidade que é essencial para o desenvolvimento do país, para a confiança que gera crescimento e para a nossa credibilidade externa". "Resultou ainda dos contactos que, à semelhança da legislatura agora finda, será prosseguida uma **metodologia idêntica de apreciação prévia das propostas de orçamentos do estado** e de **outras relevantes** para a estabilidade governativa". "Assim, a Comissão Política decidiu mandar o Secretário Geral do PS para proceder à formação do Governo". Apesar da perspetiva de entendimentos do Governo com os outros partidos de esquerda, desta vez **não foi assinado qualquer documento de entendimento escrito**, ao contrário da legislatura anterior.

Em 15/10, o Presidente da República [aceitou](#) a **composição do XXII Governo Constitucional**.



2. ATIVIDADE ECONÓMICA GLOBAL

2.1 PIB e outros indicadores de atividade

No dia 23/9 foram divulgadas as **Contas nacionais definitivas para 2017 e preliminares para 2018** na **nova base 2016** (com nova informação e ajustamentos metodológicos), levando a **revisões acentuadas na taxa de crescimento do PIB em volume**, que passou para 3,5% em **2017** (+0,7 p.p., com origem, sobretudo, nas componentes de FBCF em construção e exportações de serviços), o máximo desde o ano 2000, e 2,4% em **2018** (+0,3 p.p., a refletir, em larga medida, a revisão em alta do consumo privado). No novo ano base, **2016**, a revisão do crescimento real do PIB foi pouco significativa (+0,1 p.p., para 2,0%).

Quadro 2.1.1: PIB e componentes de despesa

	2017	2018	3T 18	4T 18	1T 19	2T 19
PIB						
Tvcr (%)	3,5 (2,8)	2,4 (2,1)	0,4	0,4	0,6 (0,5)	0,6
Tvhr (%)	3,5 (2,8)	2,4 (2,1)	2,4	2,0	2,1 (1,8)	1,9
Componentes de despesa: tvhr, %						
Consumo Final (% do valor do PIB 2018: 81,8% (82,3%))	1,7 (1,8)	2,6 (2,2)	2,7	2,7	2,1 (2,0)	1,8
Consumo Privado (64,8% (65,0%)), do qual:	2,1 (2,3)	3,1 (2,6)	3,2	3,2	2,4 (2,5)	2,2
Bens alimentares (11,7% (11,8%))	1,6 (1,1)	2,3 (1,6)	2,5	2,7	2,0 (2,0)	2,5
Bens duradouros (6,0% (5,9%))	9,1 (6,2)	6,1 (5,1)	5,9	3,6	3,2 (3,1)	-0,3
Bens correntes não alim., serviços (45,0% (45,3%))	1,3 (2,2)	3,0 (2,5)	3,2	3,4	2,5 (2,6)	2,4
Consumo Público (17,0% (17,3%))	0,2 (0,2)	0,9 (0,8)	0,8	0,8	0,6 (0,4)	0,4
FBC (18,1% (17,5%)), da qual:	11,9 (9,2)	6,2 (5,5)	5,4	7,3	11,6 (14,5)	10,4
FBCF (17,6% (17,1%))	11,5 (9,2)	5,8 (4,5)	6,2	4,8	11,3 (11,6)	7,7
Recursos biológicos cultivados (0,3% (0,3%))	0,7 (0,8)	2,6 (0,8)	3,0	3,1	3,0 (0,9)	2,8
Outras máq. e eq., sist. Armamento (4,2% (4,3%))	13,0 (14,4)	8,2 (7,3)	6,9	6,4	11,3 (16,0)	4,1
Eq. de transporte (1,6% (1,5%))	10,7 (10,7)	5,6 (3,6)	16,0	5,5	6,8 (5,2)	9,8
Construção (8,8% (8,4%))	12,2 (8,3)	4,6 (3,1)	4,4	3,4	14,0 (12,6)	9,5
Produtos de propriedade intelectual (2,7% (2,6%))	8,8 (3,4)	6,3 (4,9)	5,6	6,0	6,5 (5,2)	7,2
Exportações (43,5% (43,6%))	8,4 (7,8)	3,8 (3,7)	2,8	0,8	3,1 (3,7)	1,5
Bens (29,8% (30,5%))	6,1 (6,7)	3,6 (3,6)	3,6	-0,3	3,4 (3,3)	2,7
Serviços (13,7% (13,0%))	13,7 (11,0)	4,4 (3,8)	1,1	3,4	2,5 (4,9)	-0,9
Importações (43,4% (43,4%))	8,1 (8,1)	5,8 (4,9)	4,6	4,2	7,0 (8,5)	4,8
Bens (36,4% (36,7%))	8,3 (8,1)	5,7 (5,1)	4,5	2,9	6,9 (8,7)	4,6
Serviços (7,0% (6,7%))	7,2 (7,7)	6,5 (3,6)	5,4	11,0	7,4 (7,0)	5,5
Contributos para a tvhr do PIB (p.p.)						
Procura Interna	3,3 (3,1)	3,2 (2,8)	3,2	3,5	3,7	3,3
Exportações líquidas	0,2 (-0,3)	-0,8 (-0,7)	-0,7	-1,4	-1,5	-1,3

Fonte: INE, Contas nacionais (base 2016, SEC 2010). Tvc(h)r = taxa de variação em cadeia (homóloga) real; p.p.=pontos percentuais; FBC(F)=Formação Bruta de Capital (Fixo). Valores entre parêntesis na anterior base de 2011, permitindo evidenciar as revisões associadas à alteração de base. Segundo o Banco de Portugal, "no período 1995-2016, para o qual as contas tinham já um carácter definitivo, o impacto das revisões no PIB foi limitado".



Os novos dados implicaram também alterações na taxa de crescimento real do PIB no **primeiro trimestre de 2019**, passando para 0,6% em cadeia (+0,1 p.p. face aos anteriores dados) e 2,1% em termos homólogos (revisão em alta de 0,3 p.p.).

Já no **segundo trimestre**, a variação em cadeia não se alterou, mas o crescimento homólogo reduziu-se para 1,9% – o valor mais baixo desde o segundo trimestre de 2016 –, confirmando a tendência de abrandamento desde a segunda metade de 2017. A desaceleração em termos homólogos abrangeu o **consumo** (privado e público), o **investimento** – levando a uma redução do **contributo da procura interna** para o crescimento do produto – e as **exportações**, tendo a menor dinâmica das **importações** evitado uma evolução mais desfavorável do PIB, ao permitir uma atenuação ligeira do **contributo negativo da procura externa líquida** (ver tabela).

No que se refere à evolução do **PIB nominal**, a **variação homóloga reduziu-se para 3,2%** no **segundo trimestre**, após 3,9% no trimestre anterior e 4,1% no conjunto de **2018** (ano em que atingiu 203 896 M€ nos novos dados), um abrandamento que traduz o menor dinamismo em **volume**, acima referido, mas também na componente preço, designada de **deflator do PIB** (tvh de 1,2%, após 1,8% no trimestre anterior e 1,6% em 2018).

De assinalar ainda que a mudança de base alterou os **pesos das componentes de despesa no PIB nominal em 2018**, com uma **revisão** em alta do **investimento** (+0,6 p.p. na FBC e +0,5 p.p. na FBCF, que passou para 17,6%) em detrimento do **consumo final** (-0,5 p.p., para 81,8%) e das **exportações** (-0,1 p.p., para 43,5%, ainda o máximo da série, iniciada em 1995), mantendo-se o peso das **importações** (43,4%). No caso do **investimento público**, contudo, o peso no PIB foi revisto em baixa ligeira (-0,1 p.p., para 1,9% tanto na FBC como na FBCF), refletindo uma menor **proporção no investimento total** (10,3% da FBC e 10,6% da FBCF, menos 1,0 p.p. e -0,9 p.p., respetivamente, face aos dados na anterior base 2011), significando que o **investimento privado** reforçou a sua predominância.

Em termos evolutivos, os dados disponíveis do **investimento público** (apenas em valor) mostram um menor dinamismo em **2019**, apesar de uma ligeira retoma do ritmo de crescimento no **segundo trimestre** (tvh de 6,3% na FBC, após 5,1% no trimestre anterior e 9,4% em 2018; com valores próximos na FBCF: 6,5%, 6,0% e 8,5%, respetivamente). De notar ainda que o crescimento nominal da **FBCF total** (tvh de 9,9% no segundo trimestre, após 14,0% no primeiro) é bastante superior ao da FBCF **pública** (o mesmo acontece na FBC), significando que é o **setor privado** que está a impulsionar o investimento.

Nos **dados em valor**, merece ainda referência a subida do **peso das exportações no PIB** para 43,8% no **segundo trimestre**, acima do valor no conjunto de 2018 (43,5%, como referido), mas ainda abaixo do máximo histórico de 44,0% no segundo trimestre desse ano.



Quanto ao impacto da revisão das contas nacionais “por **setor institucional**, é de assinalar, no caso dos **particulares**, a revisão em alta de quase toda a série da **taxa de poupança** (...). Em **2018**, a subida ascendeu a 1,9 p.p., para 6,5% do rendimento disponível”, como assinala o Banco de Portugal no Boletim Económico de Outubro.

O **VAB** em volume (sem impostos líquidos de subsídios) abrandou para uma taxa de variação homóloga de 1,4% no **segundo trimestre** (após valores revistos de 1,8% no trimestre anterior e 2,1% no conjunto de 2018), com realce para o agravamento das quedas nos **ramos** da “Indústria” e “Energia, Águas e Saneamento”, e a redução significativa do crescimento na “Construção” e no “Comércio e reparação automóvel, Alojamento e Restauração”.

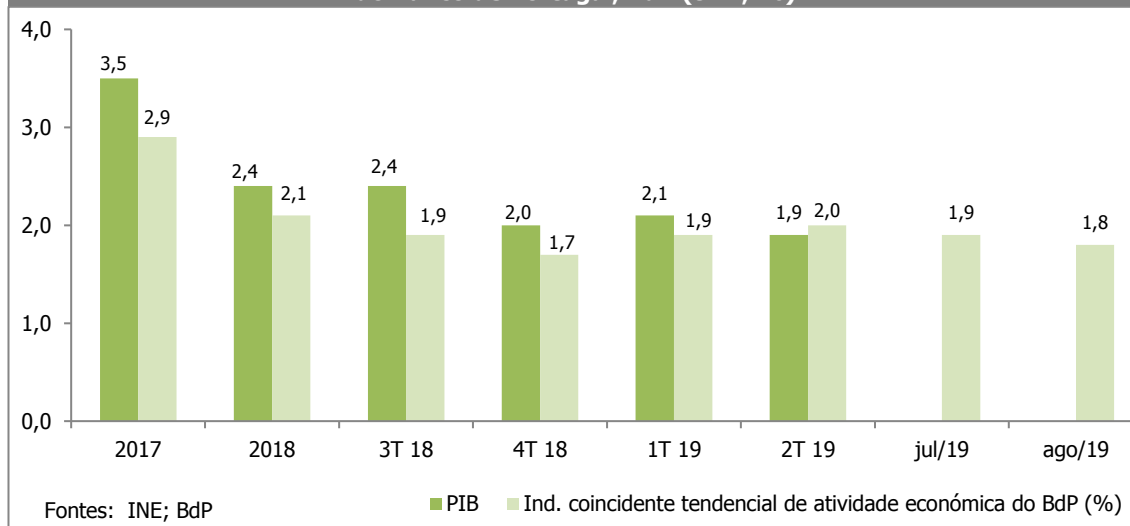
De notar ainda a **revisão**, em **2018**, dos **pesos dos ramos no VAB em valor**, com destaque para a descida na Indústria (-0,3 p.p., para 14,4%) e na “Energia, Águas e Saneamento” (-0,2 p.p., para 3,6%), em contraponto com a subida na “Atividade Financeira, Seguradora e Imobiliária” (0,3 p.p., para 17,4%) e na Construção (0,2 p.p., para 4,2%).

Quadro 2.1.2: VAB por ramos

	2017	2018	3T 18	4T 18	1T 19	2T 19
VAB total e por ramos (tvhr, %)*	3,3 (2,4)	2,1 (1,7)	1,9	1,1	1,8 (1,7)	1,4
Agricultura, Silvicultura e Pesca (peso em 2018: 2,4% (2,3%))	2,0 (4,6)	-0,7 (-1,8)	-1,2	-0,7	0,3 (-2,0)	1,1
Indústria (14,4% (14,7%))	5,9 (3,6)	1,6 (0,7)	0,8	-0,9	-0,7 (-1,1)	-1,1
Energia, Águas e Saneamento (3,6% (3,8%))	-3,6 (-2,1)	6,2 (4,9)	7,2	5,1	-0,1 (0,7)	-0,8
Construção (4,2% (4,0%))	5,3 (6,3)	3,1 (2,2)	3,7	3,4	10,1 (7,6)	6,9
Comércio e rep. aut, Aloj. e Restauração (19,9% (20,1%))	2,7 (2,9)	3,8 (2,7)	3,8	3,9	3,5 (3,1)	2,8
Transp. e armaz., Inf. e comunicação (8,4% (8,3%))	5,6 (5,7)	1,3 (2,7)	0,3	0,9	2,6 (2,8)	3,2
Ativ. Financeira, Seguradora e Imobiliária (17,4% (17,1%))	1,7 (0,1)	0,3 (1,0)	1,0	-0,8	2,1 (0,7)	1,4
Outros Serviços (29,8% (29,7%))	3,4 (1,8)	2,0 (1,3)	1,5	0,9	0,6 (1,7)	0,6

INE, Contas nacionais (base 2011, SEC 2010). Tvhr=taxa de variação homóloga real; VAB=Valor Acrescentado Bruto. *VAB a preços base (sem impostos líquidos de subsídios). Valores entre parêntesis na anterior base de 2011, permitindo evidenciar as revisões associadas à alteração de base.

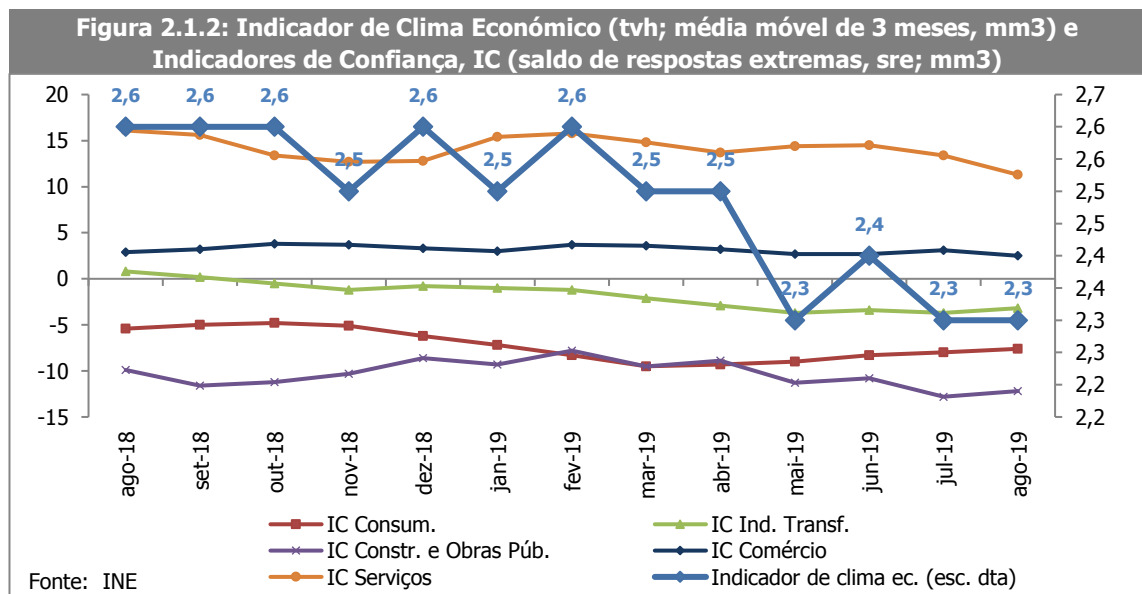
Figura 2.1.1: PIB e Indicador Coincidente para a evolução homóloga tendencial de atividade do Banco de Portugal, BdP (tvhr, %)





Os dados mais recentes sugerem um novo abrandamento do PIB no terceiro trimestre, atendendo à descida do **indicador coincidente do BdP para a evolução homóloga tendencial de atividade** em julho e agosto, ainda que o indicador análogo para o **consumo** tenha registado uma ligeira aceleração no mesmo período (2,1%, após 2,0% no segundo trimestre). No caso do **investimento**, o **indicador de FBCF do INE** abrandou de forma significativa em julho (tvh de 2,7%, em média móvel de três meses, após 7,2% no segundo trimestre e 13,3% no primeiro).

Quanto a **informação avançada**, a perspetiva até final do ano é também de abrandamento da atividade económica, tendo em conta a evolução menos favorável do **Indicador de Clima do INE²** entre fevereiro e agosto. Nesse período, os **índices de confiança** que mais recuaram foram os dos **Serviços** e **Construção** e obras públicas, tendo-se também observado descidas ao nível da **Indústria Transformadora** e do **Comércio**, embora de menor intensidade. O índice de confiança dos **Consumidores** registou uma pequena melhoria.



Destaca-se ainda o **Inquérito de Conjuntura ao Investimento** de abril de 2019 (com período de inquirição entre 1 de abril e 25 de junho de 2019), divulgado em julho pelo INE, apontando para um aumento nominal do **investimento empresarial** de 3,7% em **2019** (4,4% no inquérito de out-18), após 4,7% em 2018 (1,9% no anterior inquérito).

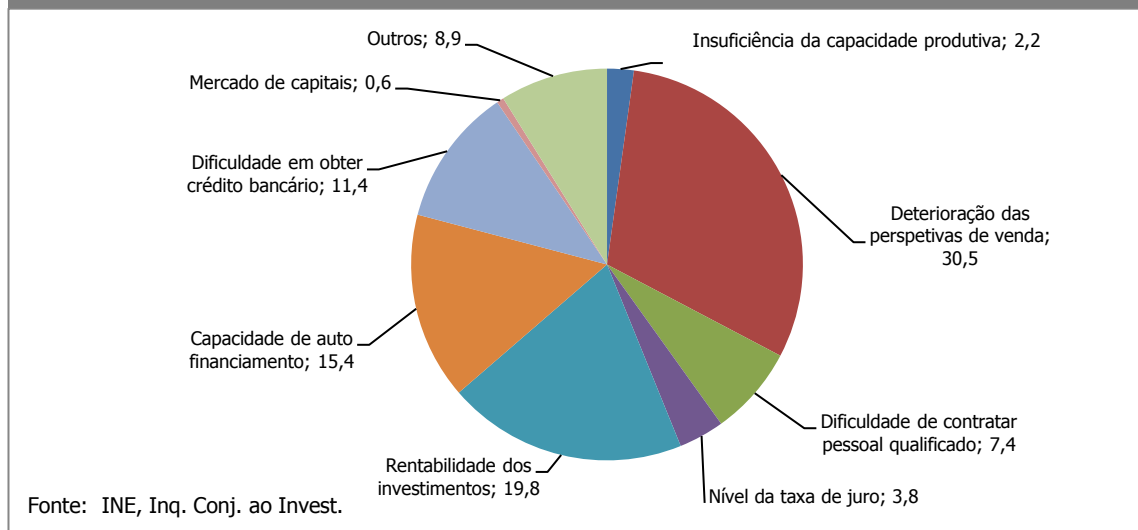
Entre os **objetivos do investimento**, perspetiva-se, entre 2018 e 2019, um aumento do peso relativo do investimento orientado para a "racionalização e reestruturação" (9,2% das respostas em 2019) e para a "extensão da capacidade de produção" (37,1%), com a conseqüente diminuição da importância relativa do investimento para "outras finalidades" (14,2%) e "de substituição" (39,5%), continuando este último a ser, no entanto, o objetivo mais referido.

² Estimado a partir do inquérito às empresas e consumidores com base numa análise fatorial (pelo que não tem de seguir, necessariamente, a evolução dos indicadores de confiança), estando calibrado para antecipar a tvh do PIB.



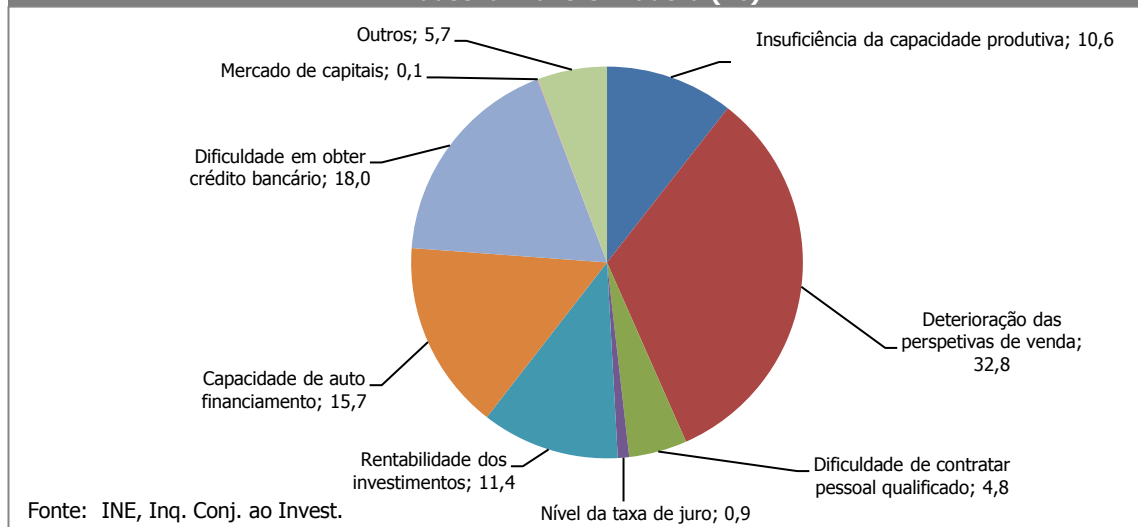
O **principal fator limitativo do investimento empresarial** identificado pela **globalidade das empresas** em **2019** foi a “Deterioração das perspetivas de venda”, seguindo-se a incerteza sobre a “Rentabilidade dos investimentos”, a “Capacidade de autofinanciamento”, a “Dificuldade em obter crédito bancário” e a “Dificuldade de contratar pessoal qualificado”, considerando as principais categorias. Face a 2018, prevê-se um aumento significativo do peso relativo da “Deterioração das perspetivas de venda”.

Figura 2.1.3: Principal fator limitativo do investimento em 2019 – Total de empresas (%)



Nas **empresas exportadoras da Indústria Transformadora**, as questões do **financiamento** assumem maior premissa, com a “Dificuldade em obter crédito bancário” e a insuficiente “Capacidade de autofinanciamento” a aparecerem na 2ª e 3ª posições, respetivamente, logo após a “Deterioração das perspetivas de venda”, que é também o principal fator limitativo mais citado.

Figura 2.1.4: Principal fator limitativo do investimento em 2019 – Empresas exportadoras da Indústria Transformadora (%)





2.2 Projeções macroeconómicas nacionais e internacionais

Projeções para Portugal

No dia 15/10, o [World Economic Outlook](#) do **FMI** reviu as projeções de crescimento real do **PIB** de Portugal para 1,9% em **2019**, 1,6% em **2020** e 1,5% de 2020 a 2024, já incluindo o efeito positivo associado à **mudança de base das contas nacionais**, tal como as [projeções do Conselho de Finanças Públicas](#) (de 10/10), que coincidem no valor de 2019, mas são um pouco mais otimistas nos anos seguintes (1,7% em 2020 e 2021, 1,6% em 2022 e 1,5% em 2023), ainda que traduzam também um **abrandamento gradual e prolongado**. Nota: a tabela apenas inclui as previsões detalhadas de 2019 e 2020, com menor margem de erro.

De notar, nos dados do **FMI**, que no **presente milénio** a variação real do PIB nacional apenas supera a da **UE** em 2009 (queda inferior) e entre 2017 e 2019 (crescimento superior), sendo igual em 2020 e voltando a ser inferior em 2021-23, o que significa o regresso da **divergência**.

Quadro 2.2.1: Projeções económicas para Portugal (com Contas Nacionais revistas)								
	2018	2019			2020			
	BdP ^(a) 10/19	BdP ^(a) 10/19	CFP 10/19	FMI 10[9]/19	Gov. 10/19	CFP 10/19	FMI 10[9]/19	Gov. 10/19
PIB (tvar, %)	2,4	2,0	1,9	1,9	1,9	1,7	1,6	2,0
Consumo privado	3,1	2,3	2,1	[2,1]	2,2	1,9	[1,6]	2,1
Consumo público	0,9	0,5	0,7	[2,4]	0,9	1,2	[1,2]	0,9
FBCF	5,8	7,2	7,6	[7,0]	8,2	5,2	[4,1]	5,0
Exportações	3,8	2,3	2,7	4,0	2,9	3,1	4,0	3,9
Importações	5,8	4,6	4,6	5,9	5,4	4,0	5,5	4,1
Contributos brutos para a tvar do PIB (p.p.)								
Exportações líquidas (do total de importações)			-0,8	[-1,1]	-1,0	-0,4	[-0,4]	-0,1
Procura Interna			2,7	[2,7]	3,0	2,1	[2,0]	2,4
Contributos líquidos das respetivas importações (p.p.)*								
Exportações	0,8	0,4						
Procura Interna	1,7	1,6						
Proc. externa relevante (tvar, %)	3,2	1,8	3,0		2,6	3,2		3,1
Emprego (tva, %)	2,3	0,9	1,2	1,3	1,1	0,6	1,0	0,7
Taxa de desemprego (%)	7,0	6,4	6,2	6,1	6,3	6,0	5,6	5,9
Inflação (tva do IHPC, %)	1,2	0,4	0,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,6
Bal. Corr. e de capital (% PIB)	1,4	0,5	0,4		0,3	0,0		0,4
Balança corrente (% PIB)				-0,6			-0,7	
Bal. de bens e serviços (% PIB)	0,8	-0,7	-0,6		-1,0	-1,0		-1,0
Bal. de bens (% PIB)								
Saldo orçamental (% PIB)			0,1	-0,2	-0,1	0,3	0,1	0,0
Dívida pública bruta (% PIB)			118,5	117,6	119,3	116,2	114,8	116,2

Fontes: Governo, [Projeto de Plano Orçamental para 2020](#); Fundo Monetário Internacional, FMI, [World Economic Outlook October 2019](#) e [[IMF Executive Board Concludes 2019 Article IV Consultation with Portugal](#)]; Conselho de Finanças Públicas, CFP, [Finanças públicas: situações e condicionantes 2019-23](#); Banco de Portugal, BdP, [Boletim Económico Outubro](#)



2019; ^(a) Balança de Pagamentos revista e [consistente com a nova base das contas nacionais](#); Tva= taxa de variação anual; tvar= taxa de variação anual real; p.p.= pontos percentuais. *Contributo de cada componente expurgada do respetivo conteúdo importado (lógica de valor acrescentado nacional), uma abordagem diferente da tradicional (contributos brutos), em que a procura interna inclui importações e a procura externa líquida deduz as importações às exportações totais. O cálculo dos conteúdos importados foi baseado em informação relativa ao ano de 2015 (mais informação no Boletim económico de mar-19), a partir das “Matrizes Simétricas Input-Output, 2015” do INE.

Na análise do **CFP** (de 10/10), “a redução [do crescimento] esperada para 2019 reflete, por um lado, o abrandamento (...) das **exportações** devido a um quadro internacional e **procura externa** menos favoráveis e, por outro lado, a moderação da expansão da **procura interna**, em particular do **consumo privado**. A trajetória de crescimento projetada representa um cenário de **convergência** da economia no médio prazo para o seu **potencial**. Esta perspetiva indicia a **maturação da fase de expansão** do ciclo económico e a existência de **constrangimentos ao crescimento potencial** da economia portuguesa, nomeadamente a baixa produtividade, o investimento insuficiente para repor o *stock* de capital e o rácio do investimento no PIB a níveis pré-crise de 2009 e as tendências demográficas desfavoráveis.”

“As **exportações líquidas** deverão manter o seu contributo negativo para o crescimento em -0,8 p.p. em 2019, sendo esperada uma recuperação progressiva para -0,2 p.p. até 2023. Esta dinâmica traduz-se na deterioração da **balança de bens e serviços** a partir de 2019, que passa a apresentar um saldo negativo, bem como num **saldo externo** negativo a partir de 2021”.

“Uma análise aos **contributos das componentes do PIB líquidos de importações** revela o **consumo privado** e as **exportações** como os **principais motores de crescimento da economia portuguesa** nas projeções. A evolução da atividade económica deverá ser acompanhada por uma melhoria das condições no **mercado de trabalho** em 2019 (...).” “No médio prazo antecipam-se crescimentos progressivamente menores no **emprego** (...), que se refletem na manutenção da **taxa de desemprego** em torno de 6,0%”.

As projeções do CFP relativamente às **contas públicas** são analisada na secção 9.2.

Também em 10/10, o **Banco de Portugal** (BdP) reviu em alta a projeção de crescimento real do **PIB** em **2019** para 2,0% no [Boletim Económico de Outubro](#) (+0,3 p.p., a refletir um maior crescimento no primeiro semestre na **nova base** das Contas Nacionais, um efeito mitigado pela deterioração da atividade nos dados mais recentes, face à **piores envolvente externa**), o que traduz um abrandamento de 0,4 p.p. face ao valor de 2018 (esse era também o abrandamento previsto em junho, mas nessa altura de 2,1% para 1,7%, antes das revisões). A projeção ligeiramente acima da do CFP traduz uma estimativa maior no consumo privado, contrariando valores inferiores na FBCF e exportações. As previsões para **2020-21** são ainda as do *Boletim Económico de Junho* (1,6% nos dois anos), mas não são comparáveis (anterior base do PIB).



No dia 15/10, o Governo enviou à Comissão Europeia, em conformidade com as regras europeias, o [Projeto de Plano Orçamental para 2020](#) com um novo **cenário macroeconómico** e **metas orçamentais** atualizadas [analisadas na secção 9.2] num **cenário de políticas invariantes**, ou seja, sem qualquer “proposta de Orçamento para 2020”. O Governo optou por manter a projeção de crescimento de 1,9% em **2019** inscrita no **Programa de Estabilidade de abril** – apesar do efeito positivo no PIB da mudança de base das contas nacionais, o que revela cautela, estando o valor em linha com as projeções do CFP e do FMI e pouco abaixo da do BdP –, mas reviu em alta a estimativa de **2020** para 2,0% (mais 0,1 p.p. face a abril), valor significativamente mais otimista do que os projetados pelo CFP e pelo FMI, e que traduz uma ligeira aceleração face a 2019, em vez do abrandamento previsto por aquelas duas organizações.

Na [divulgação](#) do Projeto de Plano Orçamental para 2020, o Governo sustenta a ligeira aceleração do PIB em **2020** com a “antecipação de uma recuperação do crescimento económico na área do euro, em linha com as previsões de instituições internacionais, como o FMI”. Contudo, o mesmo **FMI** tem uma projeção de 1,6% para o crescimento do PIB nacional nesse ano, como referido.

A [avaliação do CFP ao cenário macroeconómico do Governo](#), incluída no Projeto de Plano Orçamental, salienta que “para **2019** o cenário do Ministério das Finanças afigura-se como o mais provável na evolução do PIB e da maior parte das suas componentes”, mas em **2020** “o “comportamento das componentes da procura, em particular das exportações e das importações (...), não permitem considerar o cenário apresentado como prudente, dados os elevados riscos descendentes que incidem na previsão de aceleração da atividade económica em 2020”, pelo que “**endossa com reservas** as estimativas e previsões apresentadas”.

Nas **projeções do BdP para 2019** destaca-se ainda:

- “O **consumo privado** deverá crescer 2,3% em 2019, uma evolução mais moderada do que a observada no ano anterior (3,1%) e mais próxima do crescimento do PIB, refletindo a evolução do **consumo corrente** e dos gastos em **bens duradouros**”. “Esta evolução do consumo privado está em linha com a desaceleração do **rendimento disponível real**, para o que contribui um menor dinamismo do **emprego** (...). Pelo contrário, as **variáveis orçamentais** deverão contribuir para a aceleração do rendimento disponível em 2019, dada a expectativa de aumento da **massa salarial do setor público**, de quase estabilização do crescimento das **transferências internas** e de ligeira desaceleração do conjunto dos **impostos diretos** pagos pelas famílias e **contribuições sociais**. A **taxa de poupança** dos particulares deverá permanecer relativamente inalterada em níveis baixos”. No primeiro semestre, “o abrandamento do **consumo privado** ocorreu num contexto de **diminuição da confiança dos consumidores**, que permaneceu contudo bastante acima da respetiva média histórica (...) A desaceleração do consumo privado refletiu um **abrandamento do consumo corrente** e uma **queda nas compras de automóveis ligeiros** (...). Esta queda poderá estar associada a



algum **esgotamento do efeito da procura adiada no período da crise** por este tipo de bens, à **incerteza quanto à tecnologia prevaiente no futuro do mercado automóvel** e à expansão de **novos serviços e soluções de mobilidade** (...). A despesa nos **restantes bens duradouros** acelerou ligeiramente, mantendo uma taxa de crescimento robusta”.

- “Para o **consumo público**, projeta-se um crescimento de 0,5% em 2019 (0,9% em 2018). A desaceleração deverá refletir, em larga medida, a evolução do **consumo intermédio**, em particular a dissipação do efeito base das despesas decorrentes dos apoios relacionados com os incêndios de 2017. O **emprego público** deverá manter um crescimento semelhante ao do ano anterior”.

- “Projeta-se que a **formação bruta de capital fixo** suba 7,2% em 2019, após um crescimento de 5,8% no ano anterior. O maior ritmo de crescimento reflete o comportamento da **construção**, influenciado pela execução de alguns **projetos de infraestruturas de grande dimensão**, nalguns casos associados a **investimento público** e beneficiando de financiamento europeu.”
“Adicionalmente, o **investimento residencial** deverá continuar a apresentar um crescimento robusto, beneficiando da manutenção de condições de financiamento favoráveis, da evolução do rendimento disponível das famílias e da procura relacionada com as atividades de turismo e por parte de não residentes. Em contraste, o investimento em **máquinas e equipamentos** e em **material de transporte** deverá registar um abrandamento em 2019 – concentrado na **segunda metade do ano** – num contexto de perspetivas de menor crescimento da procura (em particular da procura externa) e de maior incerteza económica a nível global.”

- “As **exportações** de bens e serviços deverão voltar a desacelerar em 2019, apresentando um crescimento de 2,3% (3,8% em 2018). Esta evolução reflete o crescimento mais fraco da **procura externa** dirigida à economia portuguesa. Os exportadores portugueses deverão continuar a registar **ganhos de quota** nos mercados externos, de dimensão semelhante ao ano anterior e concentrados nos setores do **turismo** e de produção **automóvel**, tal como observado nos anos recentes. O crescimento das exportações apresenta um **perfil intra-anual** estável, tendo subjacente alguma recuperação das exportações de **bens energéticos** e um abrandamento das exportações dos **restantes bens**, a par da manutenção do dinamismo do **turismo**”.

- “As **importações** deverão crescer 4,6% em 2019, após um aumento de 5,8% no ano anterior. A manutenção de um crescimento robusto das importações no conjunto do ano, num contexto de ligeiro abrandamento da atividade (...), resulta do contributo do **forte aumento** (...) **no primeiro semestre**. Esta evolução esteve associada (...) ao crescimento elevado do **investimento em máquinas e equipamentos** (...). O abrandamento projetado para este agregado e para outras componentes da procura global com conteúdos importados elevados determina uma **evolução mais moderada** das importações na **segunda metade do ano**”.

- “O **emprego** na economia portuguesa deverá continuar a crescer em 2019, mas a um ritmo menor (0,9%, que compara com 2,3% em 2018). A **taxa de desemprego** deverá reduzir-se 0,6 pp, para 6,4%, prolongando a trajetória de descida observada desde 2013. Os **salários**



nominais deverão acelerar num contexto de redução dos recursos disponíveis no mercado de trabalho. Esta evolução reflete igualmente a atualização do **salário mínimo** e o descongelamento gradual das **progressões salariais na administração pública.** “O aumento do **emprego** tem-se centrado nos **trabalhadores mais qualificados.** Os trabalhadores **estrangeiros** têm contribuído para este crescimento, contrariando os efeitos negativos do envelhecimento da população sobre a população ativa. A **produtividade por trabalhador** registou um ligeiro aumento na primeira metade do ano, apesar de ainda subsistir um diferencial significativo face aos valores médios da **área do euro**”.

- “A projeção para **a inflação (...)**, situa-se em 0,4% em 2019, o que traduz uma redução face a 2018 (1,2%) (...). O agregado dos **bens energéticos** deverá apresentar um contributo negativo, em linha com a evolução (...) para o preço do petróleo. O contributo da inflação **excluindo bens energéticos** deverá reduzir-se ligeiramente num contexto de pressões inflacionistas externas e internas contidas. As mais recentes projeções do BCE apontam para uma **inflação na área do euro** de 1,2% em 2019 (...). A evolução mais moderada dos **preços dos serviços relacionados com o turismo**, após os aumentos acentuados observados nos dois anos anteriores, também contribui para a redução projetada da inflação em 2019”.

- “Em 2019, a **capacidade de financiamento (...)**, medida pelo saldo da **balança corrente e de capital**, deverá situar-se em 0,5% do PIB, um valor inferior ao do ano anterior (1,4% do PIB). A redução deste saldo é explicada pela **deterioração da balança de bens e serviços**, refletindo um maior défice ao nível do comércio de bens e um menor excedente da balança de serviços. Ao nível das restantes balanças, projeta-se uma melhoria (...) das **balanças de rendimento primário e secundário** e uma estabilização (...) da **balança de capital.** Assinale-se o impacto positivo da **redução de pagamentos de rendimento de investimento ao exterior** – num quadro de manutenção de **taxas de juro baixas** – e do **aumento das transferências recebidas da UE**”.

- “Os **riscos para a atividade económica** são maioritariamente no **sentido descendente** e de **origem externa.** Num contexto de incerteza elevada a nível global, existe a possibilidade de o enquadramento externo da economia portuguesa se revelar menos favorável na **segunda metade do ano**, refletindo uma desaceleração cíclica da atividade económica nos principais mercados de exportação, a intensificação das tendências protecionistas, uma saída do Reino Unido da União Europeia sem acordo ou um agravamento das tensões geopolíticas. A prevalência destes riscos torna mais **premente a implementação de políticas estruturais** que promovam o **aumento da produtividade** bem como o reforço da trajetória de **redução do endividamento** dos diversos agentes económicos”.



Tema em destaque do Boletim de Outubro – A **convergência real** na UE e o desempenho relativo da economia portuguesa

- “O crescimento projetado para Portugal [em 2019] é superior em 0,9 p.p. ao estimado pelo Banco Central Europeu para a **área do euro**. Este diferencial de crescimento positivo, que se observa desde 2016, deve ser enquadrado numa perspetiva mais longa. De facto, nos **últimos 25 anos** o PIB *per capita* português não se aproximou dos valores médios observados na **UE**”, “o que contrasta com os progressos significativos na **convergência real** da economia portuguesa observados no **período 1960-1995**. Este resultado está essencialmente associado à manutenção de uma evolução relativa desfavorável da **produtividade total dos fatores** nas duas últimas décadas – refletindo a persistência de **debilidades do enquadramento institucional** e no **funcionamento dos mercados** – no contexto de uma **redução do contributo do stock de capital por trabalhador** para a convergência. Saliente-se que, ao longo de **tudo o período** analisado [1960-2018], a melhoria dos níveis de **qualificação** da força de trabalho em Portugal contribuiu para diminuir o diferencial do PIB *per capita* face à UE”.

- Com efeito, “uma comparação **entre 1995 e 2018** permite constatar que a evolução do rendimento [PIB per capita em paridade de poderes de compra] face à média da UE diferiu entre as várias economias (...). No caso da **economia portuguesa**, observou-se uma descida da sua **posição relativa** entre 1995 e 2018, passando de 16.º para 21.º. O **PIB per capita português em percentagem da média da UE** também se reduziu neste período. Em algumas economias as alterações de posição relativa foram tão ou mais substanciais. A **Grécia**, em particular, registou uma descida notória no *ranking* (de 15.º em 1995 para 25.º em 2018). Em contrapartida, os **novos países da UE** melhoraram em geral a sua posição, nalguns casos significativamente (com destaque para a Lituânia, Estónia e Malta).”

- A **nível interno**, “entre **1995 e 2017** as **regiões portuguesas** com um nível inicial de **rendimento per capita** menor cresceram, em média, mais rapidamente do que as regiões mais prósperas, evidenciando **convergência beta absoluta** (...). A **velocidade de convergência** é de 1,1% ao ano, implicando que são necessários cerca de 60 anos para reduzir para metade a diferença inicial entre os rendimentos *per capita* das regiões”. “O desempenho relativo entre regiões no período analisado reflete-se em alterações de posição no *ranking* do PIB *per capita* (...). Nas **subidas de posição**, assinala-se a Beira Baixa, as regiões autónomas da Madeira e dos Açores e a região do Ave. Em **sentido contrário**, destacam-se as regiões da Lezíria do Tejo, Médio Tejo, Oeste e Coimbra, bem como a área metropolitana do Porto. As **três regiões no topo** mantiveram-se de 1995 a 2017, apesar da diminuição do PIB *per capita* relativo da região da **capital**. A posição relativa do Alentejo Litoral (2.º lugar) está associada à presença de empresas de grande dimensão do setor energético nesta região. A análise desenvolvida (...) aponta para a existência de um **processo de convergência real entre as 25 regiões portuguesas** [NUTS III] no período **de 1995 a 2017**. Este é um resultado positivo pois traduz uma melhoria das condições de vida das regiões com menor rendimento. Esta redução das



assimetrias regionais de rendimento *per capita* contribui para um maior nível de **coesão** socioeconómica do País, o que constitui em si mesmo um fator de crescimento”.

Considerações de política económica do Boletim de Outubro:

- “Os estímulos associados à **política monetária** têm sido importantes para assegurar custos de financiamento historicamente reduzidos, mas a margem para aumentar o grau de acomodação monetária é limitada (...). Em Portugal, os **níveis de endividamento** nos setores **público e privado** continuam a posicionar-se entre os mais elevados da **União Europeia** (...). Este contexto coloca **limites incontornáveis** à capacidade de atuação da **política monetária** e (...) **orçamental**. Os desafios associados ao **envelhecimento** da população são também proeminentes, sendo importante, *inter alia*, reforçar a **atratividade e a capacidade de retenção de trabalhadores jovens**, em geral **mais qualificados** do que as gerações anteriores (...). A produtividade tem de continuar a ser reforçada, verificando-se que existem significativas **margens de progresso** em termos da **qualidade da gestão**, em particular nas **empresas de menor dimensão** (...). Por último, os **setores expostos à concorrência internacional** tendem a ser, quase por definição, dos **mais competitivos** da economia portuguesa, sendo necessário promover um **enquadramento institucional adequado** para assegurar essa competitividade, em particular num enquadramento externo mais incerto (...).”

- “Em termos globais, a atual conjuntura de crescimento económico da economia portuguesa insere-se num contexto de **deterioração do enquadramento internacional** e de elevada incerteza. Tal implica que este momento deve ser entendido como uma **janela de oportunidade** para **reforçar políticas e reformas estruturais** que contribuam para a **correção** de algumas das **principais debilidades** da economia”.

- “A **recuperação do processo de convergência** da economia portuguesa é um **desafio complexo** e que envolve **múltiplas dimensões de política**. Esta tarefa torna-se mais exigente tendo em consideração os desafios que a **evolução demográfica** – especificamente, o envelhecimento da população mais adverso em Portugal do que na média da UE – e a **rápida transformação tecnológica** em curso colocam à reestruturação da economia e a um maior crescimento potencial. Os mecanismos subjacentes ao crescimento não estão totalmente estabelecidos na literatura económica e atuam de forma diferente nos países, dependendo das circunstâncias internacionais e nacionais. No entanto, no caso da **economia portuguesa**, a aposta no aumento do **capital humano**, a promoção de condições para um aumento sustentado do **investimento** e a melhoria do **enquadramento institucional** e do **funcionamento dos mercados** surgem como **prioridades de política**. Adicionalmente, existe a necessidade de **medir e monitorizar os desenvolvimentos** registados nestas áreas, tendo como **referência** os **países com melhor desempenho** nestas dimensões”.



- Desenvolvimentos recentes da economia portuguesa** analisados no Boletim de Outubro:
- “À semelhança do observado nos últimos anos, os **não residentes** continuaram a aumentar o seu peso no **financiamento das empresas** [até junho de 2019], enquanto as instituições financeiras residentes e os outros credores residentes diminuíram a sua importância (...). O aumento do **stock de crédito concedido por não residentes** foi transversal a todos os instrumentos de dívida (empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais).”
 - “As taxas de variação anual do **crédito total** e do crédito **bancário a sociedades não financeiras** foram positivas para todos os principais **setores de atividade**, com exceção da eletricidade, gás e água, setor em que se observou uma forte redução. O **crédito bancário** registou um crescimento particularmente elevado no **setor da construção e atividades imobiliárias**, interrompendo a redução do **endividamento** das empresas deste setor observada desde o início de 2010. O aumento do crédito à construção foi acompanhado por uma aceleração da **FBCF** neste setor”.
 - “De acordo com o Inquérito SAFE (*Survey on the access to finance of enterprises*), as **PME** portuguesas melhoraram a **perceção quanto ao ambiente de financiamento** e reportaram uma das maiores melhorias no **acesso a empréstimos bancários** entre as empresas da área do euro. Não obstante, o **indicador geral de obstáculos** ao financiamento permaneceu acima da média da **área do euro**”.
 - “Ao contrário do observado nos últimos anos, o **novo crédito bancário às empresas** [concedido por bancos residentes] manteve uma evolução bastante homogénea por quartil de risco (...). O peso dos **créditos com risco mais reduzido** no total de novos créditos concedidos pelo sistema bancário [que vinha a subir] estabilizou. Este fenómeno estará relacionado com a evolução do novo crédito bancário ao **setor da construção e atividades imobiliárias**, dado que as empresas neste setor têm, em média, um nível de risco mais elevado”.
 - “Segundo o **Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito**, as **empresas** aumentaram a sua **procura por empréstimos de curto prazo** no primeiro trimestre de 2019 e diminuíram a procura por empréstimos de **longo prazo** no segundo trimestre. Os **critérios de concessão** de crédito e os termos e condições dos **empréstimos concedidos a empresas** permaneceram (...) praticamente inalterados face ao semestre anterior”.
 - “As **empresas com maior taxa de investimento** nos últimos trimestres apresentam níveis ligeiramente mais elevados de endividamento, tendo aumentado a sua **alavancagem** ao longo do último ano. Tal sugere que a **gradual recuperação do crédito a empresas** poderá estar associada ao **crescimento do investimento** (...). Simultaneamente, verifica-se que as empresas que mais investiram são as que apresentam menores **restrições financeiras**, registando um peso inferior dos juros no resultado operacional e níveis de **rendibilidade** mais elevados, o que é consistente com a evidência empírica sobre este tema”.



- “A trajetória de recuperação do **emprego** é observável em vários países da **área do euro**, destacando-se **Portugal** e **Espanha**, dois países cujos mercados de trabalho apresentaram uma deterioração particularmente marcada durante o período recessivo recente (...). Todavia, em ambos os países o **nível de emprego** ainda se situa **abaixo** do observado antes do eclodir da **crise económica e financeira internacional**”. “O nível da **taxa de desemprego** no primeiro semestre (6,5%) corresponde ao valor mais baixo desde o primeiro semestre de 2004. A redução da taxa de desemprego tem sido um fenómeno observável no conjunto da **área do euro**, mas particularmente marcado em **Portugal** e em **Espanha**”.

- “Os indicadores disponíveis apontam para o **aumento do grau de restritividade no mercado de trabalho** em Portugal (...). Os inquéritos de opinião da Comissão Europeia revelam que a percentagem de empresas que aponta a **insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção** se mantém muito elevada no **setor da construção** e acima da média da última década na **indústria transformadora** e nos **serviços** (...). A **taxa de subutilização do trabalho** calculada pelo INE – um indicador de capacidade disponível no mercado de trabalho com um âmbito mais lato do que a taxa de desemprego – tem apresentado um perfil de redução mais marcado do que o da **taxa de desemprego**”.

- “A margem de crescimento da população ativa por **incorporação de indivíduos inativos** mas vinculados ao mercado de trabalho tem diminuído. A **utilização mais intensiva dos trabalhadores existentes** oferece uma margem adicional para as empresas expandirem a sua capacidade produtiva, designadamente através do ajustamento do **número de horas trabalhadas**. Neste contexto, é de sublinhar que o **número de trabalhadores que trabalha a tempo parcial porque não encontra um trabalho a tempo completo** tem vindo a diminuir”.

- “As alterações demográficas ocorridas nas últimas duas décadas, nomeadamente a **redução e envelhecimento da população** residente, constituem uma **limitação (...) ao potencial de crescimento da oferta de trabalho** (...). No **primeiro semestre** de 2019, a população ativa manteve o perfil de crescimento moderado dos últimos anos (...), mantendo-se contudo significativamente abaixo (-5,5%) do nível anterior à crise económica e financeira internacional (...). A evolução favorável da população ativa no período mais recente tem beneficiado do aumento da **taxa de atividade nos escalões etários mais elevados**, potenciada pelo aumento gradual da **idade da reforma**. Por seu turno, nas **gerações mais jovens**, tem sido observada uma diminuição gradual da **taxa de atividade**, associada ao **prolongamento da escolaridade**. Para além disso, a manutenção da tendência secular de aumento da **taxa de atividade feminina**, que deverá continuar a convergir para a taxa de atividade masculina nas próximas décadas, é outro fator suscetível de mitigar os efeitos na população ativa da dinâmica demográfica desfavorável. Mais recentemente, a evolução da população ativa (...) tem ainda beneficiado do contributo positivo da **população ativa com nacionalidade estrangeira** (...). De acordo com o Inquérito ao Emprego, os indivíduos de **nacionalidade brasileira** são os



que mais têm contribuído para o aumento da população residente estrangeira e, entre os europeus, destacam-se os indivíduos provenientes de **Itália** e do **Reino Unido** (...).

- “Pelas suas **características** – tipicamente mais jovem, com maior nível de escolaridade e maior taxa de atividade – a **população estrangeira** poderá também potenciar a **dinâmica do mercado de trabalho** nos anos vindouros. Apesar dos fluxos migratórios evoluírem muito em linha com a **situação cíclica da economia**, outros fatores como os **incentivos fiscais**, a **perceção de Portugal como um país seguro** e o **Brexit** estarão a contribuir para o **aumento da imigração**. No entanto, no conjunto de **indicadores de atratividade de talentos** compilados pela OCDE, Portugal encontra-se numa posição intermédia, o que significa que, no contexto de integração crescente dos mercados a nível global, deverão ser reforçadas as condições internas de competitividade para atração e retenção dos jovens em idade ativa”.

- “O **VAB por trabalhador**, uma medida da produtividade aparente do trabalho, registou um crescimento de 0,4% em termos homólogos [no primeiro semestre]. **Excluindo administrações públicas e atividades imobiliárias**, o crescimento do VAB por trabalhador ascendeu a 0,8%. Na primeira metade do ano, à semelhança do que se tem verificado nos últimos anos, o **contributo intersetorial para o crescimento da produtividade** foi positivo, refletindo (...) uma orientação dos fluxos de emprego para setores mais produtivos, nomeadamente os mais expostos à concorrência internacional. (...) O **contributo intrasetorial** para a variação da produtividade agregada foi positivo, o que já não se verificava desde 2013. Este facto resulta do aumento da produtividade nos serviços (nomeadamente no setor do comércio, transportes, alojamento e restauração) e na construção (...). A evolução da produtividade pode igualmente ser interpretada como o resultado da **contribuição dos vários fatores produtivos**, incluindo os incrementos no *stock* de capital disponível por trabalhador, o progresso tecnológico e a quantidade e qualidade do capital humano, que se reflete também na qualidade da gestão das empresas” – ver tabela 2.2.2.

Quadro 2.2.2: Contributos setoriais para a taxa de variação anual do VAB por trabalhador (em percentagem e em pontos percentuais)

	2015	2016	2017	2018	2019 S1	Por memória:	
						2015-2019 S1	2008-2013
Total da economia (exc. AP e AI; taxa de variação, em percentagem)	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,8	1,1	9,3
Contributos (em pp):							
Intrasetorial	-1,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	-1,2	6,9
Agricultura, siveicultura e pescas	0,4	0,1	0,2	0,0	0,1	0,7	0,6
Indústria transformadora	-0,1	0,1	0,4	-0,3	-0,5	-0,1	2,5
Energia, água e saneamento	0,0	-0,2	-0,3	0,2	-0,2	-0,5	-0,2
Comércio, transportes, alojamento e restauração	-0,3	-0,2	-0,5	0,0	0,6	-0,7	4,5
Construção	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,1	0,5
Outros serviços	-0,9	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	-1,1
Intersetorial	0,8	0,5	0,5	0,3	0,4	2,4	2,4

Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Para uma descrição detalhada da metodologia de cálculo dos contributos setoriais, consultar a caixa “A evolução do VAB, emprego e produtividade na recuperação em curso: contributos setoriais” publicada no *Boletim Económico* de outubro de 2017.

Nota: Quadro retirado do Boletim Económico de Outubro do Banco de Portugal.



- Vários estudos empíricos e teóricos têm procurado explicar os **elevados diferenciais de produtividade** entre **países** ou entre **empresas** do mesmo país. Neste contexto, o papel das **práticas de gestão** tem ganho peso enquanto fator explicativo. O trabalho de Bloom *et al.* (2016) (...) revela que aproximadamente 30% das diferenças na produtividade são atribuíveis às práticas de gestão. Na amostra de empresas considerada no *World Management Survey*, observa-se **heterogeneidade** nas práticas de gestão **entre países** e **dentro dos países**. Adicionalmente, é patente uma associação entre a **dimensão das empresas** e a **qualidade de gestão**, existindo provavelmente causalidade em ambos os sentidos, ou seja as empresas melhor geridas tenderão a crescer mais do que as restantes e as empresas maiores disporão de meios que proporcionam a adoção de melhores práticas. No que concerne às **empresas portuguesas**, é notória a existência de uma **forte margem de progresso** em termos das suas **práticas de gestão**. (...) Os **Estados Unidos** surgem como o país líder em termos de práticas de gestão (...), seguindo-se a **Alemanha** (...). As **empresas portuguesas** situam-se na metade inferior deste conjunto de países, registando um valor (...) ligeiramente inferior à média da **UE** (...) e semelhante ao registado pelas empresas **irlandesas** e **espanholas** (...). Embora Portugal apresente índices inferiores aos da **média da UE** em todas as dimensões, a área da **gestão recursos humanos** é a que apresenta piores resultados. A criação de condições para a continuação das tendências de **aumento da escolaridade dos gestores** e de progressiva **separação entre a propriedade e gestão** das empresas, em paralelo com o **aumento da sua dimensão média**, tenderá a favorecer a **qualidade da gestão** e, conseqüentemente, a **produtividade da economia portuguesa**".

- As limitações na oferta de trabalho e a dinâmica da procura têm contribuído para aumentar a pressão sobre os **salários** (...). No primeiro semestre de 2019 as **remunerações base por trabalhador declaradas à Segurança Social** registaram um crescimento de 3,1%, o que representa uma aceleração face ao valor de 2,4% observado no conjunto de 2018. A evolução das remunerações reflete igualmente o **maior dinamismo da contratação coletiva**, traduzida no aumento do número de instrumentos de regulamentação coletiva. Até junho de 2019, foram publicados 179 novos instrumentos, abrangendo 422 mil trabalhadores, que se traduziram num crescimento de 3,1% das remunerações médias convencionadas. Dada a sua importância na distribuição salarial em Portugal, o crescimento das remunerações em 2019 estará igualmente a refletir o **aumento do salário mínimo nacional**".

- "As **taxas de inflação** em **Portugal** e na **área do euro** mantêm-se muito baixas tendo em conta a **fase do ciclo económico**, nomeadamente dado o hiato positivo no **mercado do produto** e a redução das margens disponíveis no **mercado de trabalho**. A **dispersão** das taxas de inflação nos países da área do euro – medida pelo coeficiente de variação – encontra-se próxima dos níveis mínimos, o que reflete o facto de **economias que tradicionalmente apresentavam taxas de inflação mais elevadas** – como Portugal, Espanha, Itália, Grécia e Irlanda – registarem atualmente



taxas inferiores às do conjunto da área. Em contraste, as taxas de inflação na **Alemanha** ou na **França** encontram-se próximas das observadas, em média, no período pré-crise”.

- “Na **primeira metade de 2019**, o impacto do crescimento dos **salários** sobre os **custos unitários das empresas** foi mitigado pela **evolução da produtividade** (). Neste contexto, o **deflator do PIB** – uma medida que sumariza as pressões inflacionistas internas na economia – continuou a apresentar uma evolução moderada (...). A **lenta transmissão das pressões salariais aos preços** – que se observa também na área do euro – está relacionada com o prolongado período de baixa inflação prevalecente na **área do euro** (...). No caso de Portugal, fatores específicos como o desvanecimento dos aumentos muito significativos dos preços dos serviços relacionados com o **turismo** no passado recente, bem como a redução de alguns **preços sujeitos a regulação** (nomeadamente, da eletricidade, dos passes sociais e dos manuais escolares), contribuíram para uma evolução mais moderada da inflação na primeira metade do ano”.

- “As **revisões das estatísticas externas** incluíram a atualização das fontes de informação e metodologias existentes, a utilização de novas fontes, melhorias no processo de compilação e uma maior consistência com a conta do resto do mundo da responsabilidade do INE (...). As novas estatísticas (...) apresentam um **aumento do saldo da balança corrente e de capital**. A alteração é mais notória nos **últimos três anos** e está associada à evolução da **balança de rendimento secundário**, refletindo (...) novos valores para as **prestações sociais recebidas do exterior** (...). O **saldo da balança de bens e serviços** foi **revisto em baixa**, em particular a partir de 2012, refletindo o **impacto** (...) **do comércio eletrónico nas importações de bens**. No ano de **2018**, a revisão em alta do saldo da balança corrente e de capital foi de cerca de 1 p.p., para 1,4% do PIB. Em contraste, o saldo da balança de bens e serviços baixou 0,2 p.p., para 0,8% do PIB. A **posição de investimento internacional** também foi reavaliada, não só na componente de **transações** e de **posições**, mas também (...) **variações de preço, variações cambiais** e outros ajustamentos. Nos anos (...) recentes, a revisão foi no sentido de um **saldo** da posição de investimento internacional **mais negativo** (...). No final de **2018** (...) fixou-se em -105,6% do PIB, (...) menos 5 p.p. face à anterior série”.

Projeções para a economia mundial e principais mercados

O [World Economic Outlook](#) de outubro do **FMI** reviu em baixa as suas projeções de crescimento do PIB mundial para 3,0% em **2019** – o valor mais baixo desde 2008, ano da grande crise financeira internacional, refletindo “um **abrandamento sincronizado**” – e 3,4% em **2020**, refletindo o **aumento do protecionismo**, a **elevada incerteza** relativamente ao comércio e à geopolítica, **idiosincrasias** macroeconómicas em várias **economias emergentes**, bem como fatores estruturais das **economias avançadas** como o **envelhecimento demográfico** e o **baixo crescimento da produtividade**.



A evolução seria pior se os **bancos centrais** a nível mundial (com destaque para a Fed e o BCE) não tivessem atuado de forma preventiva com estímulos monetários (equivalendo a 0,5 p.p. de crescimento mundial tanto em 2019 como em 2020) e se, quer EUA quer China não tivessem adotado ainda estímulos de política orçamental. O problema, alerta o FMI, é que, “com os **bancos centrais a gastarem munições para corrigir erros de política**, poderão ter poucas remanescentes quando a economia estiver numa pior situação.”

Segundo o FMI, o fraco crescimento mundial em 2019 traduz o **abrandamento generalizado da indústria e do comércio mundial**, que reflete não apenas a subida das tarifas e a incerteza nas **políticas comerciais** – penalizando severamente o investimento –, mas também **choques específicos na indústria automóvel** com efeitos duradouros, devido às alterações de *standards* de emissões tanto na Área Euro como na China.

Quadro 2.2.2: Previsões de crescimento económico – mundo e mercados (tvar, %)

	FMI, out-19			OCDE, set[mai]-19		BM, jun-19		CE, jul[mai]-19	
	2018	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Mundo	3,6	3,0	3,4	2,9	3,0	2,6	2,7	[3,2]	[3,5]
Ec. Avançadas	2,3	1,7	1,7			1,7	1,5		
EUA	2,9	2,4	2,1	2,4	2,0	2,5	1,7	[2,4]	[1,9]
Japão	0,8	0,9	0,5	1,0	0,6	0,8	0,7	[0,8]	[0,6]
UE	2,2	1,5	1,6					1,4	1,6
Área Euro	1,9	1,2	1,4	1,1	1,0	1,2	1,4	1,2	1,4
Alemanha	1,5	0,5	1,2	0,5	0,6			0,5	1,4
França	1,7	1,2	1,3	1,3	1,2			1,3	1,4
Itália	0,9	0,0	0,5	0,0	0,4			0,1	0,7
Espanha	2,6	2,2	1,8	[2,2]	[1,9]			2,3	1,9
RU	1,4	1,2	1,4	1,0	0,9			1,3	1,3
OCDE				[1,8]	[1,8]				
Ec. em Desenvolvimento	4,5	3,9	4,6			4,0	4,6		
Angola	-1,2	-0,3	1,2			1,0	2,9		
Moçambique	3,3	1,8	6,0			2,0	3,5		
Brasil	1,1	0,9	2,0	0,8	1,7	1,5	2,5		
Rússia	2,3	1,1	1,9	0,9	1,6	1,2	1,8		
Índia	6,8	6,1	7,0	5,9	6,3	7,5	7,5		
China	6,6	6,1	5,8	6,1	5,7	6,2	6,1	[6,2]	[6,0]

Fontes: Fundo Monetário Internacional, FMI, [World Economic Outlook October 2019](#); Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico, OCDE, [OECD Interim Economic Outlook September 2019 \(handout\)](#); [\[OECD Economic Outlook June 2019\]](#); Banco Mundial, BM, [Global Economic Prospects - June 2019](#); Comissão Europeia, CE, [European Economic Forecast - Summer 2019 \(Interim\)](#) [\[European Economic Forecast - Spring 2019\]](#). Tvar= taxa de variação anual real.

A retoma do ritmo de crescimento da economia mundial esperada em **2020** vai ser liderada pelas **economias em desenvolvimento** (nomeadamente com o maior dinamismo de Brasil, Índia e Rússia), mantendo-se um crescimento reduzido nas **economias avançadas**.



Apesar de tudo, a **UE** e a **Área Euro** deverão crescer a um ritmo ligeiramente superior nesse ano, a refletir sobretudo a evolução mais favorável na **Alemanha** (1,2%, após 0,5% em 2019) e **Itália** (0,5%, após 0,0% em 2019), que contrariam o abrandamento na **Espanha** (de 2,2% para 1,8%), o nosso principal mercado de exportação.

Os **riscos descendentes** para as previsões são elevados, com destaque para um eventual agravamento das tensões comerciais e geopolíticas, dos efeitos do Brexit, a disrupção de cadeias de fornecimento. “Acrece ainda que a **baixa inflação** parece ter-se entrincheirado, restringindo o espaço de atuação da **política monetária** no futuro e limitando a sua efetividade. Os riscos da **mudança climática** estão a jogar-se agora e vão escalar de forma dramática no futuro se não forem urgentemente resolvidos”.

Em termos de **prioridades de política**, o FMI destaca “a resolução dos conflitos comerciais e geopolíticos e, caso tal não aconteça, um maior equilíbrio no apoio à atividade económica, com maior suporte da **política orçamental** quando houver margem para tal, pois a **política monetária** tem limites”. Por exemplo, “um país como a **Alemanha**, deveria tirar vantagem das taxas de juro negativas e investir em capital social e infraestruturas, mesmo sob uma perspetiva de custo-benefício”.

“Nos países onde a política monetária tenha vindo a suportar o crescimento, é preciso assegurar que não gera uma acumulação de **riscos financeiros**. Como referido no *Global Financial Stability Report* de 2019, com a **perspetiva de taxas de juro baixas por um período alargado**, há um risco significativo de aumento das vulnerabilidades financeiras, o que torna imperativo uma **regulação macroprudencial efetiva**”.



3. INTERNACIONALIZAÇÃO

3.1 Comércio internacional

Nesta secção são apresentadas as principais tendências das exportações e importações de bens e de serviços, incluindo o cálculo e análise de quotas de mercado das exportações.

3.1.1 Comércio internacional de bens

Saldo da balança de bens

Quadro 3.1.1.1: Saldo da balança de bens						
	2018	Var. homóloga		Jan-Ago 19	Var. homóloga	
	Valor (M€)	Valor (M€)	Tvhn (%)	Valor (M€)	Valor (M€)	Tvhn (%)
Total						
Exportações (FOB)	57 807	2 789	5,1	39 591	811	2,1
Importações (CIF)	75 364	5 675	8,1	53 421	3 660	7,4
Saldo	-17 557	-2 887	19,7	-13 830	-2 849	25,9
Taxa de Cobertura (%)	76,7			74,1		
Intra-UE						
Exportações (FOB)	44 000	3 209	7,9	30 416	996	3,4
Importações (CIF)	57 113	3 919	7,4	40 667	3 302	8,8
Saldo	-13 114	-711	5,7	-10 251	-2 307	29,0
Taxa de Cobertura	77,0			74,8		
Extra-UE						
Exportações (FOB)	13 807	-420	-3,0	9 175	-185	-2,0
Importações (CIF)	18 251	1 756	10,6	12 754	358	2,9
Saldo	-4 444	-2 176	96,0	-3 579	-543	17,9
Taxa de Cobertura	75,7			71,9		
Total sem combustíveis						
Exportações (FOB)	53 854	2 780	5,4	37 248	1 417	4,0
Importações (CIF)	66 309	4 830	7,9	47 313	3 872	8,9
Saldo	-12 455	-2 050	19,7	-10 065	-2 455	32,3
Taxa de Cobertura	81,2			78,7		

Fonte: INE. Tvhn = taxa de variação homóloga nominal. M€= Milhões de euros. CIF (*Cost, Insurance and Freight*) significa a inclusão dos custos inerentes ao transporte das mercadorias e FOB (*Free on Board*) o contrário.

No período de **janeiro a agosto**, as **exportações** de bens registaram um crescimento homólogo de 2,1% (3,4% na **UE** e -2,0% **extra-UE**), inferior à subida de 7,4% das **importações** (8,8% na UE e 2,9% extra-UE) – ambos em abrandamento face à dinâmica observada em 2018, especialmente as exportações –, o que agravou o **défice comercial de bens** (para 13,8 mil M€) e fez baixar a **taxa de cobertura** (para 74,1%). **Sem combustíveis**, a diferença de crescimento entre importações e exportações foi menor (5,4 p.p.).



Exportações de bens

Quadro 3.1.1.2: Exportações de bens nos 20 principais mercados de 2018						
	2018			Jan-Ago 19		
	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)
Espanha	14 657	5,8	1,5	9 792	-0,3	-0,1
França	7 323	6,0	0,7	5 178	4,7	0,6
Alemanha	6 666	6,5	0,7	4 764	5,1	0,6
Reino Unido	3 668	0,5	0,0	2 373	-0,5	0,0
Estados Unidos	2 873	1,0	0,1	2 046	-0,3	0,0
Itália	2 460	25,2	0,9	1 821	15,7	0,6
Países Baixos	2 204	-0,3	0,0	1 577	5,3	0,2
Angola	1 513	-15,3	-0,5	816	-18,8	-0,5
Bélgica	1 318	3,8	0,1	930	0,5	0,0
Brasil	809	-14,3	-0,2	465	-10,9	-0,1
Polónia	767	20,3	0,2	535	2,5	0,0
Marrocos	688	-5,8	-0,1	451	-9,8	-0,1
China	658	-21,8	-0,3	409	-9,4	-0,1
Suécia	581	17,5	0,2	383	-2,5	0,0
Suíça	576	-0,4	0,0	433	11,7	0,1
Áustria	531	45,9	0,3	361	0,9	0,0
Turquia	440	14,0	0,1	358	30,2	0,2
Dinamarca	413	15,6	0,1	282	2,4	0,0
Roménia	408	4,1	0,0	286	6,5	0,0
Eslováquia	386	42,8	0,2	265	3,5	0,0
Subtotal	48 938	4,7	4,0	33 525	1,8	1,5
Total	57 807	5,1		39 591	2,1	
Intra-UE	44 000	7,9	5,8	30 416	3,4	2,6
Extra-UE	13 807	-3,0	-0,8	9 175	-2,0	-0,5

Fonte: INE. Tabela ordenada pelo valor das exportações em 2018. M€= milhões de euros; tvhn = taxa de variação homóloga nominal; p.p. = pontos percentuais.

Os maiores **contributos positivos** para o crescimento homólogo das **exportações** até agosto vieram dos **mercados** da Alemanha, Itália e França – contrariando o **contributo negativo** significativos de Angola e, m menor medida, Brasil, Marrocos, China e **Espanha**, o nosso maior mercado, onde o forte dinamismo deu lugar a uma queda ligeira (-0,3%) – e dos **grupos de produtos** Material de transporte e Químicos (que se sobrepuseram aos contributos negativos dos Combustíveis e Máquinas e aparelhos, entre outros de menor magnitude).

De notar que a evolução do comércio de **combustíveis** – quer nas exportações quer nas importações – foi “condicionada por **interrupções para manutenção** ocorridas **nas refinarias nacionais**”, conforme refere o Banco de Portugal no Boletim Económico de Outubro.



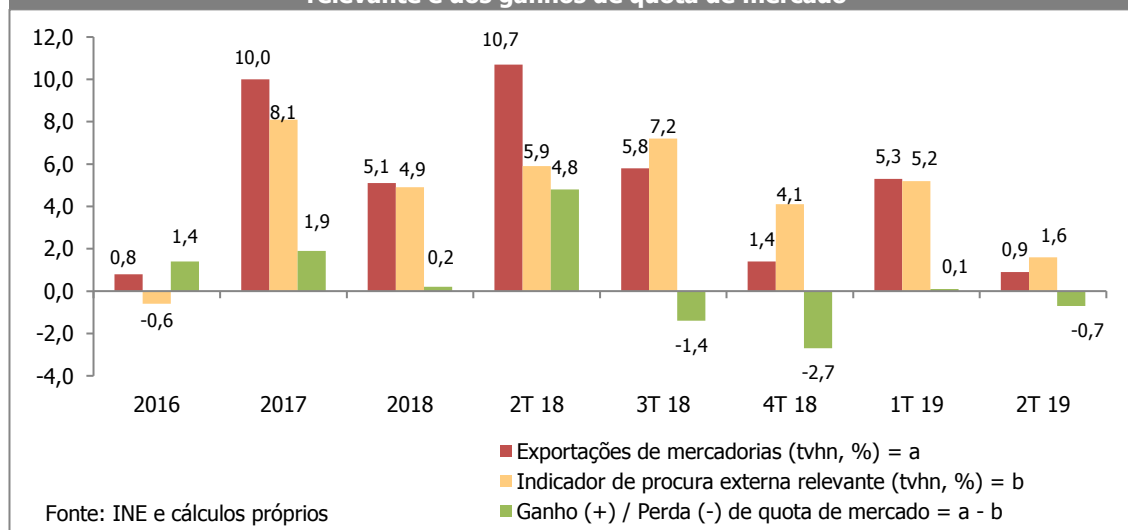
Quadro 3.1.1.3: Exportações de bens por tipo de produto

Produtos NCS e respetivos códigos	2018			Jan-Ago 19		
	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)
Máquinas e aparelhos: S16 (84-85)	8 269	-1,9	-0,3	5 422	-2,0	-0,3
Material de Transporte: S17 (86-89)	8 240	25,0	3,0	6 356	16,3	2,3
Metais: S15 (72-83)	4 581	5,8	0,5	3 044	-1,7	-0,1
Madeira, cortiça, pasta e papel: S9 (44-46) e S10 (47-49)	4 400	6,0	0,5	3 022	3,1	0,2
Plásticos e borracha: S7 (39-40)	4 243	1,8	0,1	2 839	-0,6	0,0
Combustíveis e óleos minerais: S5 (27)	3 952	0,2	0,0	2 342	-20,6	-1,6
Animais vivos, produtos animais e vegetais, e gorduras: S1 (1-5), S2 (6-14), S3 (15)	3 858	4,1	0,3	2 499	1,5	0,1
Alimentação, bebidas e tabaco, S4 (16-24)	3 261	2,5	0,1	2 183	3,0	0,2
Vestuário: S11 (61-62)	3 187	0,9	0,0	2 147	-1,1	-0,1
Químicos: S6 (28-38)	2 856	3,9	0,2	2 198	22,8	1,1
Têxteis: S11 (50-60, 63)	2 125	2,9	0,1	1 422	-1,1	0,0
Calçado: S12 (64-67)	2 012	-2,4	-0,1	1 339	-6,6	-0,2
Outros	1 971	14,1	0,4	1 507	19,9	0,6
Mobiliário: S20 (94)	1 932	-0,9	0,0	1 320	1,1	0,0
Pedra, cerâmica e vidro: S13 (68-70)	1 814	1,4	0,0	1 212	-1,4	0,0
Produtos minerais exceto combustíveis: S5 (25-26)	823	12,1	0,2	538	-4,4	-0,1
Peles e couros S8 (41-43)	281	0,5	0,0	200	9,3	0,0
Total	57 807	5,1		39 591	2,1	
Total sem combustíveis	53 854	5,4	5,1	37 248	4,0	3,7

Fonte: INE. Tabela ordenada pelo valor das exportações em 2018. NCS = Nomenclatura combinada de mercadorias da UE a oito dígitos; M€= milhões de euros; tvhn = taxa de variação homóloga nominal; p.p. = pontos percentuais.

Quotas de mercado das exportações de bens

Figura 3.1.1.1: Evolução homóloga das exportações de mercadorias, da procura externa relevante e dos ganhos de quota de mercado





Segundo **dados revistos**, no **segundo trimestre** assistiu-se a um abrandamento homólogo mais forte nas **exportações** do que no indicador de **procura externa de bens**, que passou a crescer a um ritmo superior (1,6%, face a 0,9% nas exportações), traduzindo uma **quebra na quota de mercado** de bens, após uma melhoria pouco significativa no primeiro trimestre.

Importações de bens

Os maiores **contributos positivos** para a subida homóloga das **importações** até agosto vieram dos **mercados** de França (ainda a refletir a entrada de aeronaves, de elevado valor, com origem nesse país, no mês de maio³), Espanha, China e Alemanha – contrariando os **contributos negativos** nos mercados do Cazaquistão, Azerbaijão, Brasil e Países Baixos – e nos **grupos de produtos** Material de transporte (sobretudo aeronaves), Máquinas e aparelhos, Combustíveis e Químicos, contrariando o contributo negativo dos combustíveis.

Quadro 3.1.1.4: Importações de bens nos 20 principais mercados de 2018

	2018			Jan-Ago 19		
	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)
Espanha	23 690	5,3	1,7	15 992	3,3	1,0
Alemanha	10 406	9,3	1,3	7 101	4,1	0,6
França	5 753	12,6	0,9	5 457	46,8	3,5
Itália	4 045	7,2	0,4	2 690	1,4	0,1
Países Baixos	3 974	6,3	0,3	2 577	-3,1	-0,2
China	2 350	14,6	0,4	1 990	29,9	0,9
Bélgica	2 200	14,2	0,4	1 640	15,7	0,4
Reino Unido	1 893	1,6	0,0	1 381	12,4	0,3
Estados Unidos	1 411	41,7	0,6	1 034	27,6	0,4
Rússia	1 292	-18,0	-0,4	921	9,4	0,2
Brasil	1 006	-17,5	-0,3	628	-12,1	-0,2
Angola	929	233,0	0,9	715	5,5	0,1
Polónia	885	4,8	0,1	675	15,6	0,2
Turquia	884	33,2	0,3	665	14,9	0,2
Cazaquistão	770	51,4	0,4	211	-69,8	-1,0
Azerbaijão	737	7,0	0,1	489	-19,4	-0,2
Arábia Saudita	713	21,2	0,2	608	36,3	0,3
Suécia	706	7,5	0,1	453	-4,5	0,0
Índia	668	7,5	0,1	485	9,6	0,1
República Checa	575	25,6	0,2	421	18,5	0,1
Subtotal	64 886	8,9	7,6	46 132	8,0	6,8
Total	75 364	8,1		53 421	7,4	
Intra-UE	57 113	7,4	5,6	40 667	8,8	6,6
Extra-UE	18 251	10,6	2,5	12 754	2,9	0,7

Fonte: INE. Tabela ordenada pelo valor das exportações em 2018. M€= milhões de euros; tvhn = taxa de variação homóloga nominal; p.p. = pontos percentuais.

³ Note-se que a compra de aeronaves é inscrita no comércio internacional como importação (entrada de bens), mas em Contabilidade Nacional não é nem importação nem investimento por se tratar de locação operacional, segundo o INE.



Quadro 3.1.1.5: Importações de bens por tipo de produto

Produtos NCB e respetivos códigos	2018			Jan-Ago 19		
	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)	Valor (M€)	Tvhn (%)	Contributo (p.p.)
Máquinas e aparelhos: S16 (84-85)	13 403	11,2	1,9	9 402	9,6	1,7
Material de Transporte: S17 (86-89)	10 250	8,5	1,2	8 646	28,9	3,9
Combustíveis e óleos minerais: S5 (27)	9 055	10,3	1,2	6 107	-3,4	-0,4
Animais vivos, produtos animais e vegetais, e gorduras: S1 (1-5), S2 (6-14), S3 (15)	7 868	4,9	0,5	5 266	0,7	0,1
Químicos: S6 (28-38)	7 686	11,8	1,2	5 540	9,7	1,0
Metais: S15 (72-83)	6 084	9,8	0,8	4 127	0,9	0,1
Plásticos e borracha: S7 (39-40)	4 517	5,9	0,4	3 104	2,0	0,1
Alimentação, bebidas e tabaco, S4 (16-24)	3 174	0,6	0,0	2 236	7,6	0,3
Outros	2 685	8,0	0,3	1 813	8,4	0,3
Madeira, cortiça, pasta e papel: S9 (44-46) e S10 (47-49)	2 386	8,2	0,3	1 591	2,0	0,1
Vestuário: S11 (61-62)	2 202	4,9	0,1	1 482	6,5	0,2
Têxteis: S11 (50-60, 63)	2 116	3,3	0,1	1 402	-0,4	0,0
Mobiliário: S20 (94)	1 163	0,8	0,0	794	1,9	0,0
Calçado: S12 (64-67)	884	2,0	0,0	632	4,1	0,0
Pedra, cerâmica e vidro: S13 (68-70)	849	9,4	0,1	605	8,9	0,1
Peles e couros S8 (41-43)	832	1,0	0,0	526	-5,0	-0,1
Produtos minerais exceto combustíveis: S5 (25-26)	208	18,2	0,0	148	9,7	0,0
Total	75 364	8,1		53 421	7,4	
Total sem combustíveis	66 309	7,9	6,9	47 313	8,9	7,8

Fonte: INE. Tabela ordenada pelo valor das importações em 2018. NCB = Nomenclatura combinada de mercadorias da UE a oito dígitos; M€= milhões de euros; tvhn = taxa de variação homóloga nominal; p.p. = pontos percentuais.

3.1.2 Comércio internacional de serviços

No período de **janeiro a julho** registou-se uma queda homóloga no excedente da **balança de serviços** (1,6% para 8,7 mil M€), após uma subida de 7,0% no conjunto de 2018, a refletir uma aceleração das **importações** (de 6,0% para 10,8%) e um abrandamento das **exportações** (de 6,5% para 4,6%), onde o abrandamento das **Viagens e turismo** (de 9,6% para 7,4%) e dos **Transportes** (de 5,5% para 3,9%), a duas rubricas com maior peso, foi apenas amortecida, em parte, pelo maior crescimento nos **Outros serviços fornecidos por empresas** (de 3,7% para 7,7%). Todas as principais componentes registaram taxas de crescimento homólogas das importações superiores às das exportações e uma evolução do saldo pior do que a registada no conjunto de 2018, com excedentes mais reduzidos na maioria dos casos, exceto nas Viagens e turismo, cujo saldo continuou a aumentar (2,3%), mas a um ritmo menor do que em 2018 (9,7%), continuando a registar o excedente mais elevado.



Quadro 3.1.2.1: Balança de serviços

	2018	Var. homóloga			Jan-Jul 19	Var. homóloga		
		Valor (M€)	Valor (M€)	Tvhn (%)		Contributo (p.p.)	Valor (M€)	Valor (M€)
Exportações	32 249	1 979	6,5		18 480	816	4,6	
Transformação, manut., reparação	918	-96	-9,5	-0,3	472	-37	-7,3	-0,2
Transportes	6 911	363	5,5	1,2	4 125	156	3,9	0,9
Viagens e turismo	16 614	1 461	9,6	4,8	9 370	457	5,1	2,6
Outros serviços forn. por empresas	4 598	165	3,7	0,5	2 670	191	7,7	1,1
Outros	3 208	87	2,8	0,3	1 843	49	2,8	0,3
Importações	15 530	880	6,0		9 815	953	10,8	
Transformação, manut., reparação	416	-40	-8,8	-0,3	309	69	28,9	0,8
Transportes	3 898	294	8,2	2,0	2 369	180	8,2	2,0
Viagens e turismo	4 704	412	9,6	2,8	3 005	313	11,6	3,5
Outros serviços forn. por empresas	3 428	145	4,4	1,0	2 272	347	18,0	3,9
Outros	3 084	69	2,3	0,5	1 860	44	2,4	0,5
Saldo	16 718	1 099	7,0		8 665	-137	-1,6	
Transformação, manut., reparação	502	-56	-10,0		163	-107	-39,6	
Transportes	3 013	69	2,3		1 756	-24	-1,4	
Viagens e turismo	11 910	1 049	9,7		6 365	144	2,3	
Outros serviços forn. por empresas	1 169	20	1,7		398	-156	-28,1	
Outros	124	18	s.s.		-18	6	-86	

Fonte: BdP. M€= milhões de euros; tvhn = taxa de variação homóloga nominal; p.p. = pontos percentuais; s.s. = sem significado.

3.1.3 Balança de bens e serviços

No período de **janeiro a julho**, a **balança de bens e serviços** registou um **saldo negativo** de -946 M€, em contraste com o excedente de 1,2 mil M€ no período homólogo de 2018, a refletir um agravamento do défice nos bens e um menor excedente nos serviços.

No dia 17/10, já após a data de fecho de dados desta Envolvente, o BdP fez uma [atualização intermédia](#) dessa informação para o período de **janeiro a agosto** – contando assim com os dados do Turismo em agosto, mês de maior atividade –, onde a **Balança de Bens e serviços** aparece já com um **saldo positivo** de 131 M€ (-11 230 M€ nos bens e +11 361 M€ nos serviços), mas bastante inferior ao excedente de 2 393 M€ observado no período homólogo, refletindo uma deterioração homóloga quer nos bens quer nos serviços.

Estes dados, ao contrário dos dados até julho (do Boletim Estatístico de Outubro, divulgado jno final de setembro), já incluem as revisões da Balança de Pagamentos introduzidas na altura da publicação do Boletim Económico de Outubro (10/10) – ver secção 2.2.



Em termos de **estrutura da balança de bens e serviços** (BBS), os dados de janeiro a julho confirmam a tendência de aumento do **peso dos serviços**, tanto nas **exportações** (nas rubricas de Viagens e turismo, Outros serviços fornecidos por empresas e Transportes) como nas **importações** (na grande maioria das rubricas, com exceção dos "Outros serviços").

Quadro 3.1.3.1: Balança de bens e serviços										
	Exportações				Importações				Saldo	
	Jan-Jul				Jan-Jul				Jan-Jul	
	2018		2019		2018		2019		2018	2019
	Valor (M€)	Peso (%)	Valor (M€)	Peso (%)	Valor (M€)	Peso (%)	Valor (M€)	Peso (%)	Valor (M€)	Valor (M€)
Bens (FOB)	34 254	66,0	35 021	65,5	41 836	82,5	44 631	82,0	-7 582	-9 611
Serviços (FOB)	17 664	34,0	18 480	34,5	8 862	17,5	9 815	18,0	8 802	8 665
Transformação, manut., reparação	509	1,0	472	0,9	240	0,5	309	0,6	269	163
Transportes	3 970	7,6	4 125	7,7	2 189	4,3	2 369	4,4	1 781	1 756
Viagens e turismo	8 913	17,2	9 370	17,5	2 691	5,3	3 005	5,5	6 222	6 365
Outros serviços forn. por empresas	2 479	4,8	2 670	5,0	1 925	3,8	2 272	4,2	554	398
Outros serviços	1 793	3,5	1 843	3,4	1 816	3,6	1 860	3,4	-23	-18
Total (FOB)	51 918	100,0	53 501	100	50 698	100,0	54 447	100	1 220	-946

Fonte: Banco de Portugal. M€= milhões de euros. Nota: devido a diferenças de natureza metodológica, ocorre uma diferença significativa de valores na balança de bens entre este quadro e o quadro 3.1.1.1, que tem como fonte o INE. As diferenças têm origem sobretudo nas importações, em boa medida porque esta componente se encontra expressa em valores CIF nos dados do INE e em valores FOB nos do Banco de Portugal (ver nota ao quadro 3.1.1.1).

3.2 Investimento direto

Segundo dados revistos (análise da revisão na secção 2.2), a **posição de investimento direto líquido** registou uma subida homóloga de 3,4% no final de **junho** (para 73,1 mil M€), o que traduz um ligeiro abrandamento face à dinâmica observada no final de 2018 (tvh de 3,6%), a refletir uma recuperação um pouco mais forte da posição de **investimento português no exterior** (IPE) do que da posição de **investimento direto estrangeiro** (IDE), com tvh de 3,5% e 3,4%, respetivamente.

Quadro 3.2.1: Investimento direto (posição em final de período em M€, salvo outra indicação)

	2016	2017	2018	Jun-19
Posição de Inv. Direto líquido = (1)-(2)	67 434	79 150	82 007	84 768
Tvh (%)	2,9	17,4	3,6	3,4
Posição de Inv. Direto Estrangeiro, IDE (1)	128 223	137 462	136 169	140 819
Tvh (%)	2,2	7,2	-0,9	3,4
Posição de Inv. Direto no Exterior (2)	60 789	58 312	54 162	56 051
Tvh (%)	1,3	-4,1	-7,1	3,5

Fonte: BdP. Tvh = taxa de variação homóloga; M€= milhões de euros.



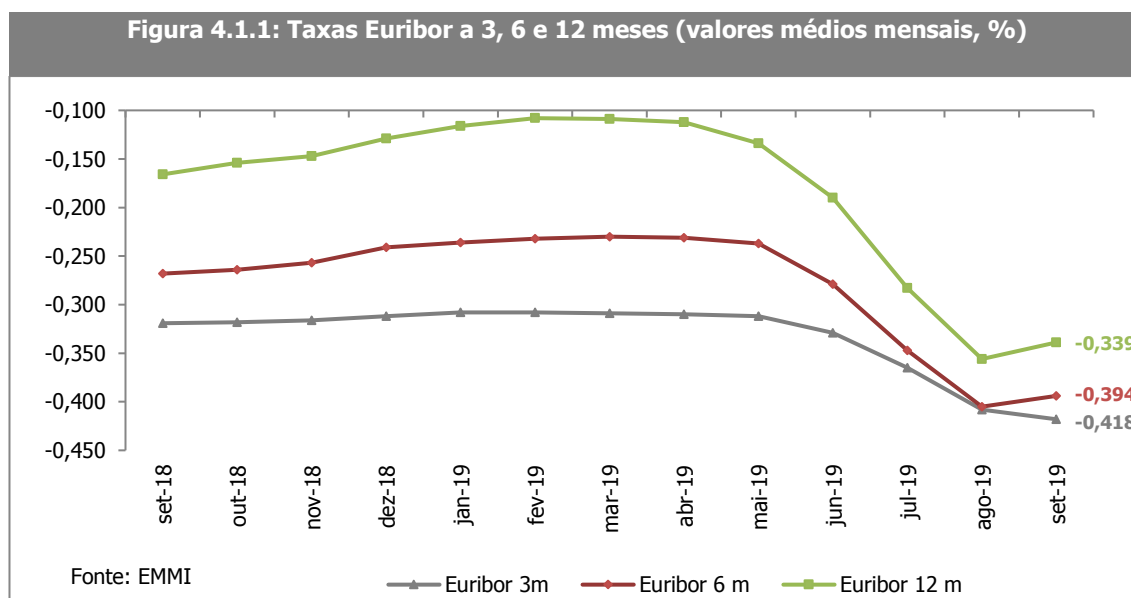
4. FINANCIAMENTO

4.1 Taxas de juro

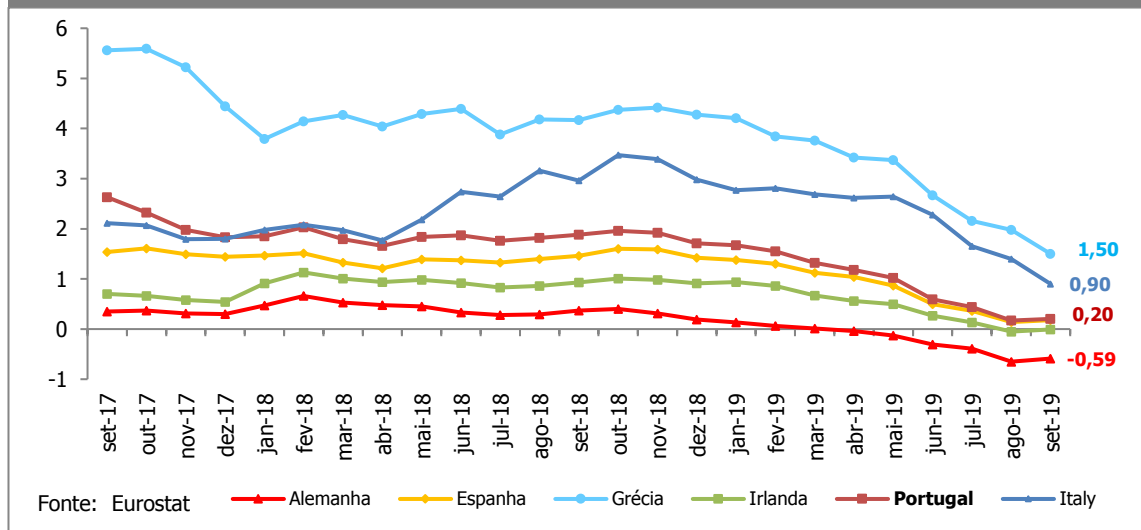
Quadro 4.1.1: Taxas de juro								
	2017	2018	1T19	2T19	3T19	Jul-19	Ago-19	Set-19
Taxas de juro (%)								
Mercado monetário								
Taxa "Refi" do BCE (fim de período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Taxas Euribor (valores médios)								
3 meses	-0,329	-0,322	-0,308	-0,317	-0,397	-0,365	-0,408	-0,418
6 meses	-0,260	-0,266	-0,233	-0,249	-0,382	-0,347	-0,405	-0,394
12 meses	-0,145	-0,173	-0,111	-0,145	-0,326	-0,283	-0,356	-0,339
Dívida soberana: OT (valores médios)								
Yield PT, 10 anos (a)	3,05	1,84	1,51	0,93	0,27	0,44	0,17	0,20
Yield Área Euro, 10 anos	1,09	1,13	0,94	0,64	0,05	0,23	-0,02	-0,07
Yield Alemanha, 10 anos (b)	0,32	0,40	0,07	-0,16	-0,54	-0,30	-0,65	-0,59
Prémio de risco de PT = (a) – (b)	2,74	1,45	1,45	1,09	0,81	0,83	0,82	0,79
Crédito a empresas								
Novas operações até 1 M€ (exclui descobertos bancários)								
Taxa de juro média pond. em PT	3,10	2,78	2,69	2,59		2,50	2,62	
Tx. de juro média pond. na A. Euro	2,18	2,03	2,00	1,98		1,94	1,92	

Fontes: EMMI (European Money Markets Institute), BdP, BCE e Eurostat. OT = Obrigações do Tesouro; PT = Portugal; Taxa "Refi" do BCE = taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosystema.

Figura 4.1.1: Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses (valores médios mensais, %)

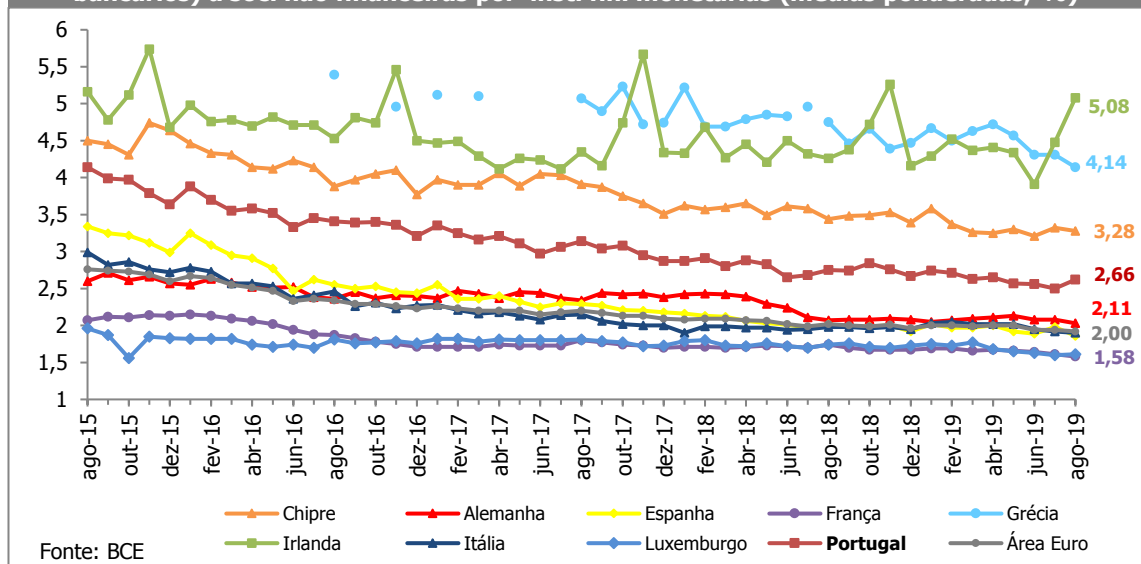


As taxas Euribor voltaram a recuar no **terceiro trimestre**, atingindo novos mínimos históricos em **agosto**, embora o mês de **setembro**, marcado por novas medidas expansionistas do **BCE** (que retomou o programa de compra de ativos), se tenha pautado por uma correção em alta nos prazos de 6 e 12 meses, prosseguindo a queda no prazo de 3 meses (para novo mínimo).

Figura 4.1.2: *Yields* soberanas a 10 anos de alguns países da Área Euro (%)

No mercado secundário de dívida pública, a **yield soberana** de **Portugal** a 10 anos atingiu um novo mínimo mensal de 0,17% em **agosto** (série iniciada em 2000), que pouco se alterou em **setembro** (0,20%, já quase em linha com os valores de Espanha e Irlanda), beneficiando da política mais expansionista do BCE, mas também da evolução positiva das contas públicas em Portugal, refletida na redução do **prémio risco-país** (diferencial face à *yield* alemã, que passou a registar um valor negativo desde abril) para um novo mínimo da série (0,79 p.p.). De referir, ainda, que a **yield** a 10 anos da **Área Euro** passou a negativa em agosto e setembro.

Figura 4.1.3: Taxas de juro sobre novas operações (até 1 M€, excluindo descobertos bancários) a soc. não financeiras por inst. fin. monetárias (médias ponderadas, %)



A **taxa de juro a sociedades não financeiras** sobre novas operações até 1 M€ (excluindo descobertos bancários) de **Portugal** subiu para 2,62% em agosto (o 10º valor mais alto na Área Euro), após 2,50% em julho, que constitui o mínimo da série (iniciada em 2000).



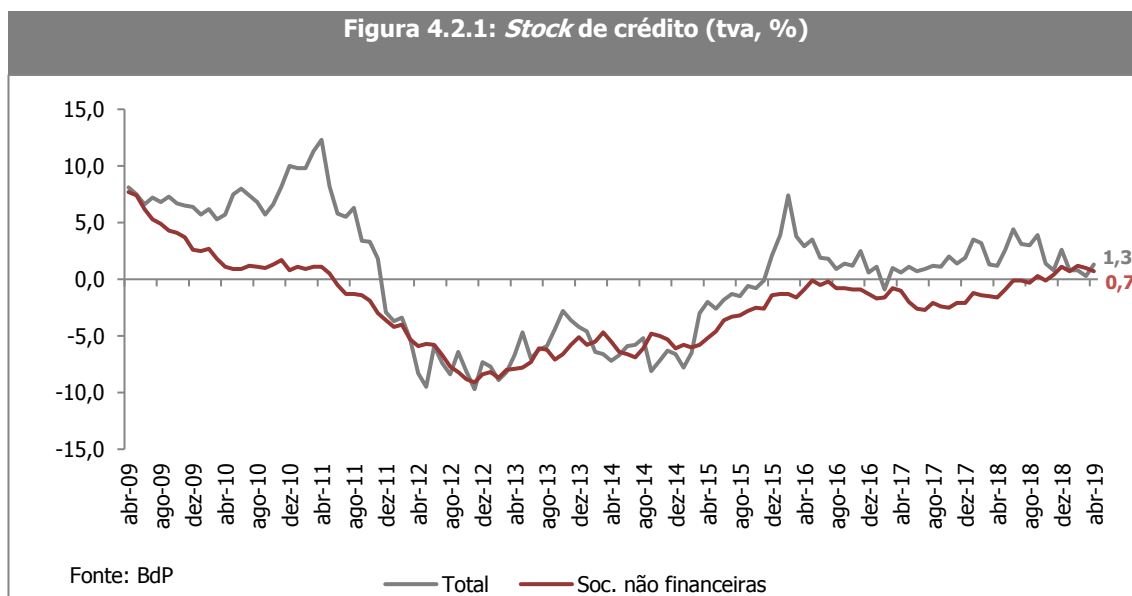
4.2 Crédito

Quadro 4.2.1: *Stock* de crédito das IFM^(a) (Taxa de variação média anual, tva, %)

	2017	2018	Dez-18	Mar-19	Jun-19	Jul-19
<i>Stock</i> de crédito interno total de IFM	1,9	2,6	2,6	0,3	0,0	0,4 (0,8*)
- Particulares	-0,6	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2 (1,5*)
- Sociedades não financeiras	-2,1	1,1	1,1	1,0	2,1	1,8 (1,6*)
- Administrações públicas	21,6	10,9	10,9	7,4	3,0	6,2 (6,2*)
- Sociedades financeiras não monetárias	-4,7	1,0	1,0	-10,3	-10,3	-11,4 (-11,5*)

Fonte: BdP. ^(a) *Stock* de crédito (titulado e não titulado) de Instituições financeiras monetárias (IFM: Banco de Portugal e Outras IFM (OIFM): bancos, caixas económicas e caixas de crédito agrícola e fundos de mercado monetário) ajustado de operações de titularização. * Valores entre parêntesis sem ajustamento de operações de titularização.

A variação média anual do **stock de crédito total** (titulado e não titulado) **concedido pelas Instituições Financeiras Monetárias** (IFM), com ajustamento por operações de titularização, situou-se em 0,4% no mês de **julho** (0,8% sem ajustamento), após 2,6% em dezembro de 2018. O menor crescimento face a dezembro traduz o abrandamento acentuado nas Administrações Públicas (6,2%) e a quebra nas **Sociedades financeiras não monetárias** (-11,4%), que contrariaram a ligeira aceleração do stock de crédito nas **Sociedades não financeiras** (para 1,8%) e nos **Particulares** (para 0,2%).

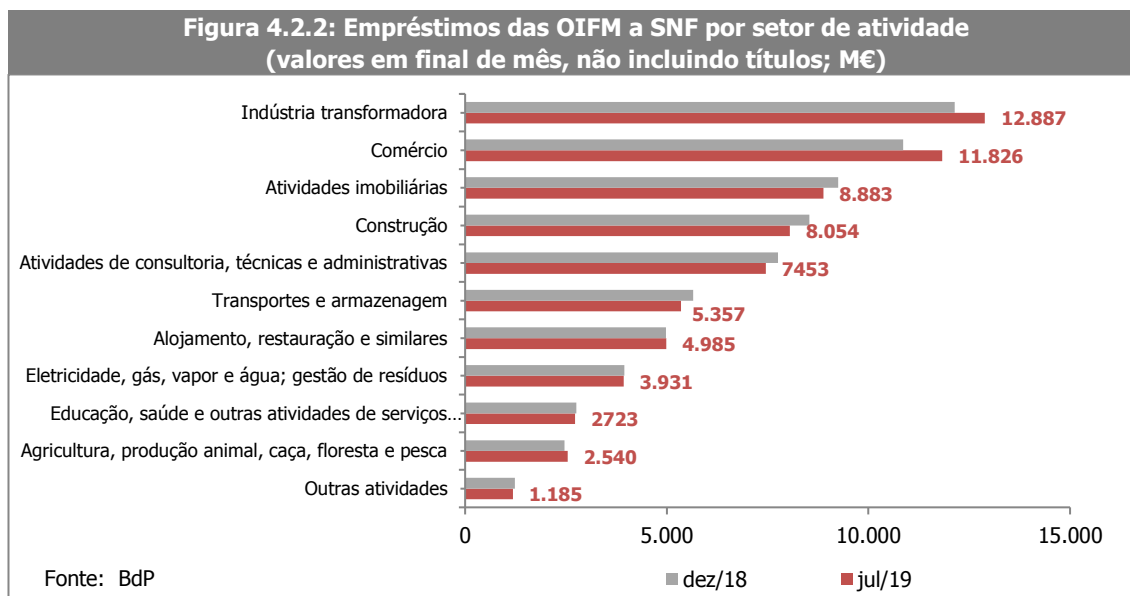


Ver nota do quadro anterior.

Os **empréstimos** (crédito não titulado) **das Outras Instituições Financeiras Monetárias** (OIFM) **às SNF** subiram 0,3% entre jul-19 e dez-18 (233 M€), com origem no “Comércio” (963 M€), na “Indústria transformadora” (745 M€), na Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca (75 M€) e, em menor medida, no “Alojamento, restauração e similares” (5 M€), que contrariaram as quedas nos demais **setores de atividade**, sobretudo na Construção (-482 M€), Atividades imobiliárias (-364 M€) e Transportes e armazenagem (-300 M€).



De notar que estes **dados das SNF** não são **diretamente comparáveis** com os dos parágrafos anteriores devido a diferenças na composição e no universo de financiadores.



Os **empréstimos** (crédito não titulado) **do Setor Financeiro** (OIFM e Instituições financeiras não monetárias, IFNM⁴) **às SNF** recuaram -0,3%, em média anual, no mês de **agosto**, em desagravamento face à queda de -1,1% no ano de **2018**, com origem nas médias e nas grandes empresas, que contrariaram o abrandamento nas microempresas, tendo-se as pequenas empresas registado o mesmo ritmo de quebra. De salientar ainda a atenuação da queda média anual dos empréstimos às **empresas privadas exportadoras** (de -0,5% em 2018 para -0,1% em agosto), para um valor já pouco significativo.

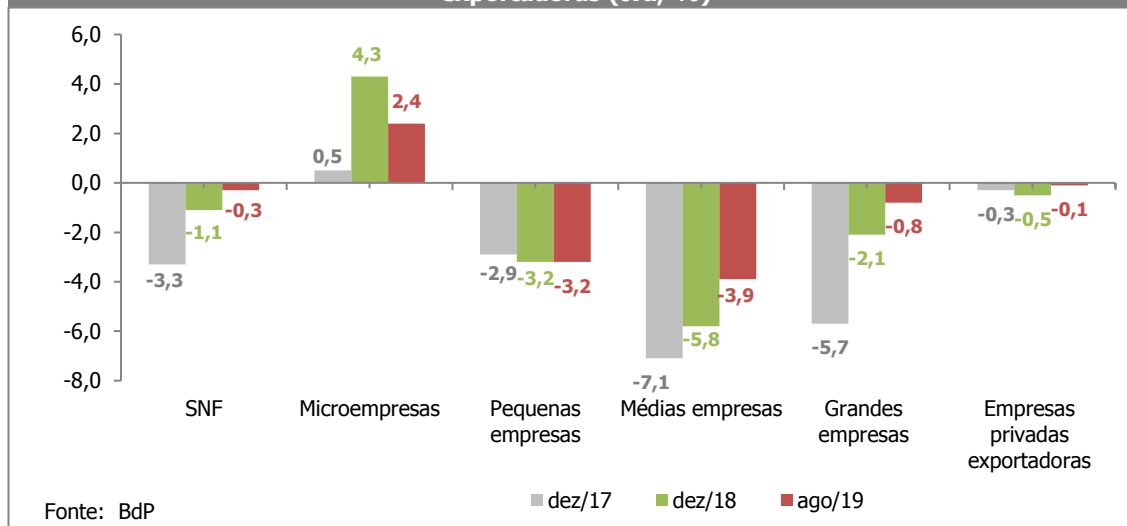
Note-se que estes **dados das SNF** também **não são diretamente comparáveis** com os anteriores, pelo menos no universo de financiadores.

Por comparação, os empréstimos do Setor Financeiro às **Famílias** abrandaram de uma tva de 0,5% em 2018 para 0,4% em agosto, com evoluções distintas nas componentes: de -1,0% para -0,5% na **habitação** e de 6,4% para 4,1% no **consumo e outros fins**.

⁴ As IFNM incluem, nomeadamente, instituições financeiras de crédito (IFIC), sociedades financeiras para aquisições a crédito (SFAC), sociedades de *leasing* e de *factoring* e sociedades de garantia mútua.



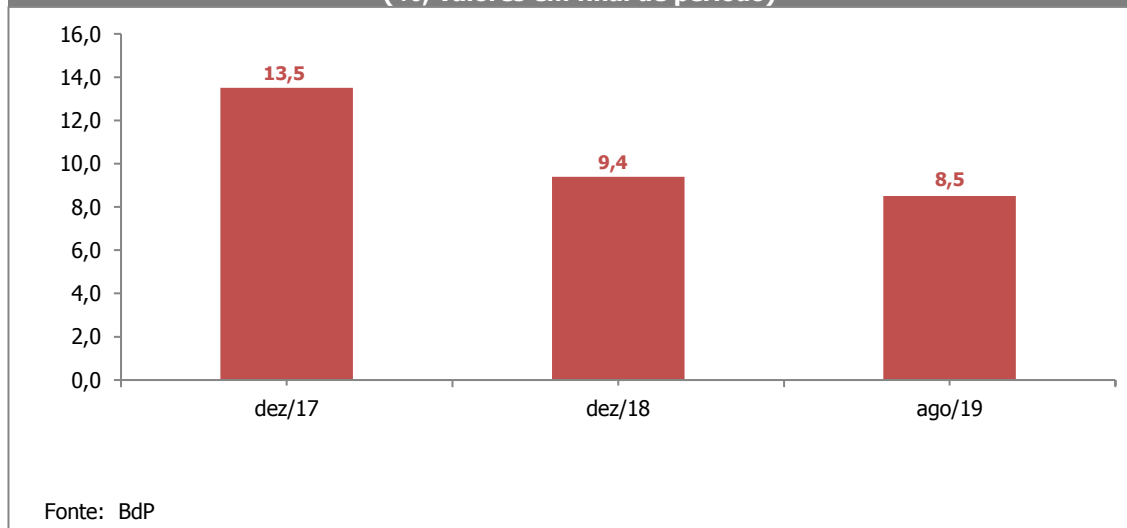
Figura 4.2.3: Empréstimos do Setor financeiro às SNF: MPME, grandes empresas e exportadoras (tva, %)



Quanto ao **rácio de crédito vencido** nos **empréstimos do Setor Financeiro às SNF**, os dados mais recentes confirmam a tendência de desagravamento (para 8,5% em agosto, após 9,4% em dezembro de 2018).

Por comparação, refira-se que o **rácio de crédito vencido** das **Famílias** foi de 3,0% em agosto (2,0% na **habitação** e 6,8% no **consumo e outros fins**), também com tendência de desagravamento.

Figura 4.2.4: Rácio de crédito vencido nos empréstimos do setor financeiro às SNF (%; valores em final de período)

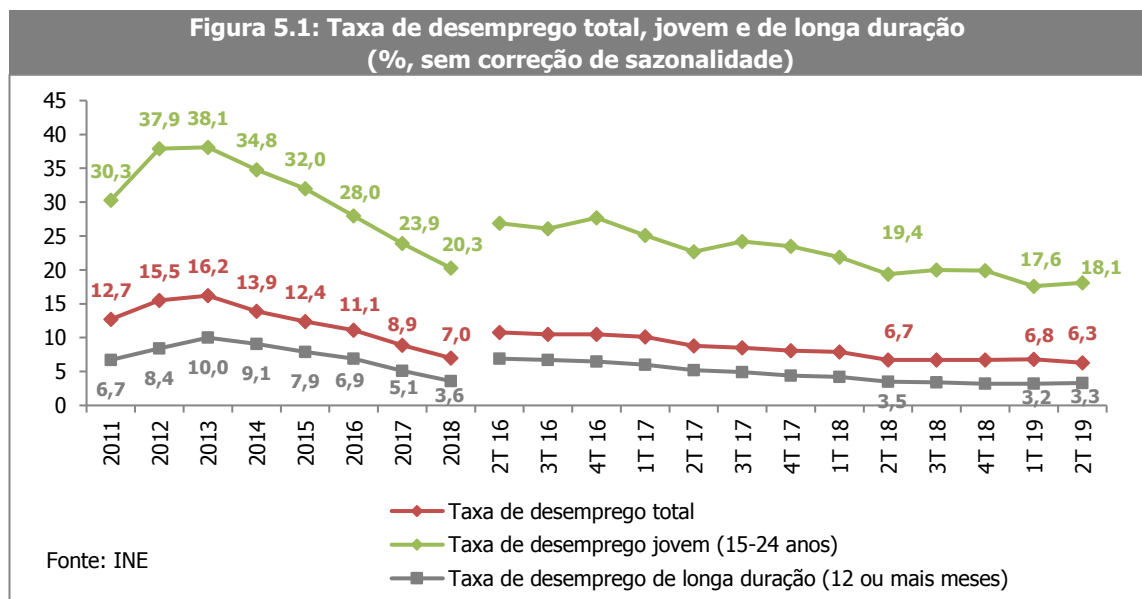




5. MERCADO DE TRABALHO

No **segundo trimestre**, a **taxa de desemprego** recuou para 6,3% (um novo mínimo da série, iniciada em 2011), face a 6,8% no trimestre anterior e 6,7% no homólogo.

As **taxas de desemprego jovem** e de **longa duração** registaram subidas em cadeia (para 18,1% e 3,3%, respetivamente), mas mantiveram-se próximos dos mínimos da série (atingidos no trimestre anterior) e abaixo dos valores homólogos.



Uma análise mais detalhada da **evolução homóloga** (que expurga efeitos de sazonalidade) mostra que a redução da **taxa de desemprego** resultou de um recuo de 6,6% da **população desempregada** (com origem no níveis de qualificação Ensino Básico e (menos) Ensino Superior, e pelo Setor Secundário), conjugada com subidas de 0,9% do **emprego** (liderada pelo nível de qualificação Ensino superior e pelo Setor Terciário) e 0,4% na **população ativa**.

Nas **regiões**, apenas o Algarve registou um aumento homólogo da taxa de desemprego, embora tenha registado a maior descida em cadeia (refletindo a forte sazonalidade da atividade turística aí predominante). A R.A. Madeira teve a descida homóloga mais intensa, seguida pela Região Norte, não se tendo observado mexidas homólogas quer na R.A. Açores (que passou a registar um máximo nacional de 8,2%, ultrapassando o Algarve) quer no Alentejo, a única região que evidenciou uma subida em cadeia. A A.M. Lisboa teve uma queda homóloga pouco significativa, passando a apresentar o valor mais alto no Continente (7,1%).



Quadro 5.1: Inquérito trimestral ao emprego do INE

	2018	2T 18	1T 19	2T 19	Tvh (%)	Tvc (%)
População ativa (10³ indivíduos)	5 232,6	5 226,0	5 233,9	5 245,1	0,4	0,2
Taxa de atividade (%)	51,0	50,9	51,0	51,1		
População empregada (10³)	4 866,7	4 874,1	4 880,2	4 916,7	0,9	0,7
- Por nível de qualificação						
Ensino básico: até 3º ciclo	2 233,7	2 261,4	2 142,3	2 143,0	-5,2	0,0
Ensino secundário ou pós-secundário	1 329,0	1 316,7	1 365,7	1 383,6	5,1	1,3
Ensino superior	1 304,0	1 296,0	1 372,2	1 390,1	7,3	1,3
- Por setor						
Sector Primário	294,2	315,1	282,1	275,5	-12,6	-2,3
Sector Secundário	1 209,2	1 208,1	1 214,8	1 208,8	0,1	-0,5
Sector Terciário	3 363,3	3 350,9	3 383,3	3 432,4	2,4	1,4
Trab. por conta de outrem (10³)	4 056,5	4 065,0	4 042,6	4 085,3	0,5	1,1
Com contrato de trabalho sem termo	3 165,1	3 167,5	3 181,1	3 228,6	1,9	1,5
Com contrato de trabalho com termo	745,0	755,5	724,1	732,2	-3,1	1,1
População desempregada (10³)	365,9	351,8	353,6	328,5	-6,6	-7,1
Ensino básico: até 3º ciclo	172,6	177,6	167,0	154,6	-13,0	-7,4
Ensino secundário ou pós-secundário	119,3	108,5	108,7	109,7	1,0	0,9
Ensino superior	74,1	65,7	78,0	64,2	-2,3	-17,7
Desemp. à procura de novo emprego (10³)	320,4	309,6	319,8	296,8	-4,1	-7,2
Oriundos do Sector Primário	9,3	n.d.	11,7	n.d.	n.d.	n.d.
Oriundos do Sector Secundário	74,6	83,9	70,3	62,8	-25,2	-10,7
Oriundos do Sector Terciário	211,2	190,4	214,9	199,7	4,9	-7,1
Taxa de desemprego (%)	7,0	6,7	6,8	6,3		
Homens	6,6	6,4	6,0	5,9		
Mulheres	7,4	7,1	7,6	6,7		
Jovens (15-24 anos)	20,3	19,4	17,6	18,1		
Longa duração (12 ou mais meses)	3,6	3,5	3,2	3,3		
Regiões						
Norte	7,3	7,2	6,8	6,2		
Centro	5,6	5,3	4,9	4,7		
A. M. Lisboa	7,4	7,2	7,8	7,1		
Alentejo	7,2	6,9	6,3	6,9		
Algarve	6,4	5,3	9,4	6,7		
R. A. Açores	8,6	8,2	8,4	8,2		
R. A. Madeira	8,8	8,3	7,0	6,9		
População inativa (10³)	5 031,5	5 038,3	5 031,4	5 017,2	-0,4	-0,3

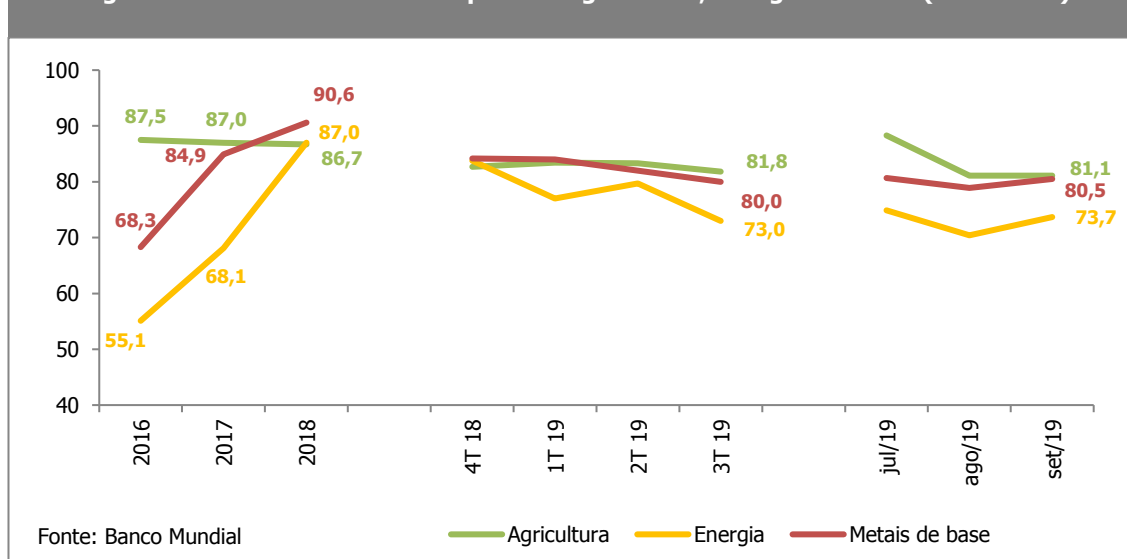
Fonte: INE. Tvh(c)= taxa de variação homóloga (em cadeia); n.d. = não disponível.



6. CUSTOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS

Segundo dados do Banco Mundial, o **índice da energia** recuou 8,4% em cadeia no **terceiro trimestre**, refletindo a evolução da cotação do barril de **brent** (-8,4%, atingindo 73,0 dólares na média do trimestre e 73,7% em setembro), que se desvalorizou face aos receios de diminuição de procura com a **guerra comercial** entre EUA e China, embora com alguma recuperação em setembro face a um **ataque de drones à Arábia Saudita**, que rapidamente repôs grande parte da capacidade de produção petrolífera, limitando a subida da cotação. Os receios de abrandamento acrescido da economia mundial (e da China em particular) também penalizaram o índice dos **metais** (que voltou a cair 2,4% em variação trimestral) e, em menor medida, o da **Agricultura** (-1,8% em cadeia).

Figura 6.1: Índices de matérias-primas: Agricultura, Energia e metais (2010=100)





7. CUSTOS DA ENERGIA

7.1 Combustíveis

O **preço médio do gasóleo em Portugal** registou uma quebra homóloga no **terceiro trimestre**, que foi bastante maior antes de impostos (-4,5%) do que após impostos (-1,3%), a refletir a evolução da cotação do barril de *brent*.

Em **setembro**, o valor médio dos combustíveis foi significativamente superior ao da média do terceiro trimestre (para o que contribuiu o efeito do ataque de drones à Arábia Saudita sobre o preço do crude), embora a queda homóloga também.

Quadro 7.3.1: Preço do gasóleo rodoviário em Portugal e na UE (€/litro)

	2017	2018	1T 19	2T 19	3T 19	Set-19
Preço do gasóleo rodoviário sem impostos*						
Portugal	0,543	0,626	0,621	0,630	0,611	0,620
Tvh (%)	16,6	15,3	6,6	2,2	-4,5	-5,0
<i>Ranking</i> na UE (28)	7º	10º				
UE (28)	0,512	0,606				
Tvh (%)	16,6	18,4				
Preço de venda ao público do gasóleo rodoviário*						
Portugal	1,241	1,349	1,361	1,373	1,349	1,360
Tvh (%)	10,1	8,7	5,0	2,6	-1,3	-1,6
<i>Ranking</i> na UE (28)	9º	9º				
UE (28)	1,214	1,338				
Tvh (%)	8,0	10,2				
Peso da tributação no preço (%)						
Portugal	56,3	53,6				
UE (28)	57,8	54,7				

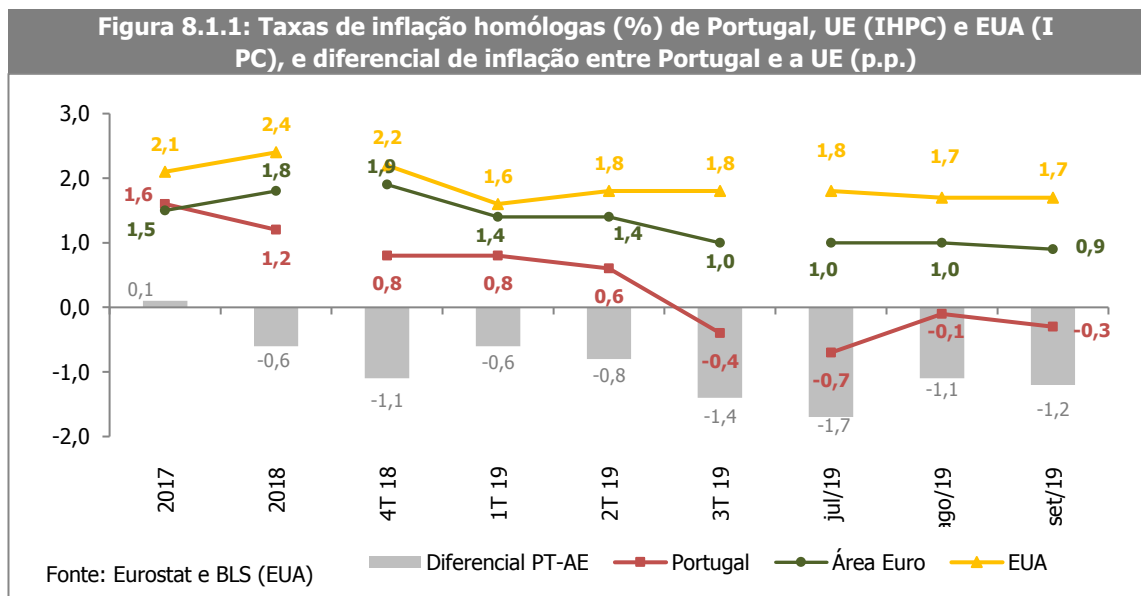
Fonte: DGEG (Direção-geral de Energia e Geologia). Nota: a tributação inclui o IVA (dedutível) e o ISP, do qual estão isentas as instalações abrangidas pelo CELE (Comércio Europeu de Licenças de Emissão) e as empresas abrangidas pelos ARCE (Acordos de Racionalização de Consumos Energéticos) – nº 2 do artº 89 do CIEC (Código dos Impostos Especiais sobre o Consumo). * Preços do gasóleo simples.



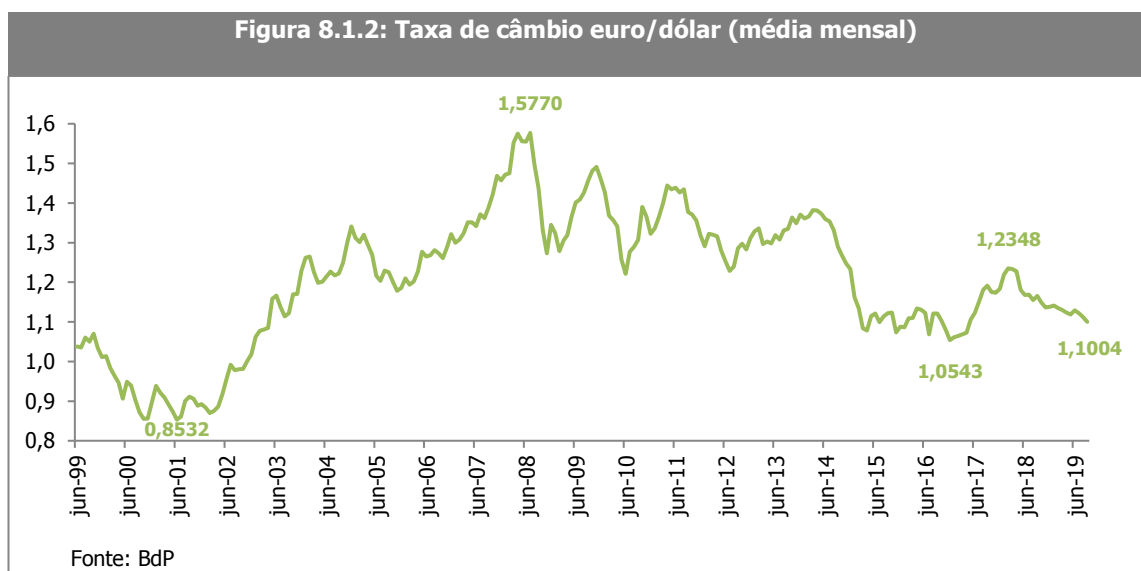
8. INFLAÇÃO, CÂMBIOS E COMPETITIVIDADE PELOS CUSTOS

8.1 Inflação e câmbios

A **taxa de inflação** homóloga de **Portugal** (medida pelo IHPC) recuou no **terceiro trimestre**, tonando-se negativa (-0,4%; -0,3% em **setembro**), tendo-se acentuado o diferencial negativo face à **Área Euro**, onde a descida foi menor (para 1,0%). Nos **EUA**, a taxa de inflação estabilizou em 1,8% no trimestre, o que alargou a diferença para a Área Euro.



O **câmbio euro/dólar** recuou para 1,1004 dólares por euro em **setembro** (um mínimo de desde mai-17), face à maior procura de dólares num contexto incerto e o menor dinamismo relativo da economia europeia, refletido na política do BCE mais expansionista que a da FED.

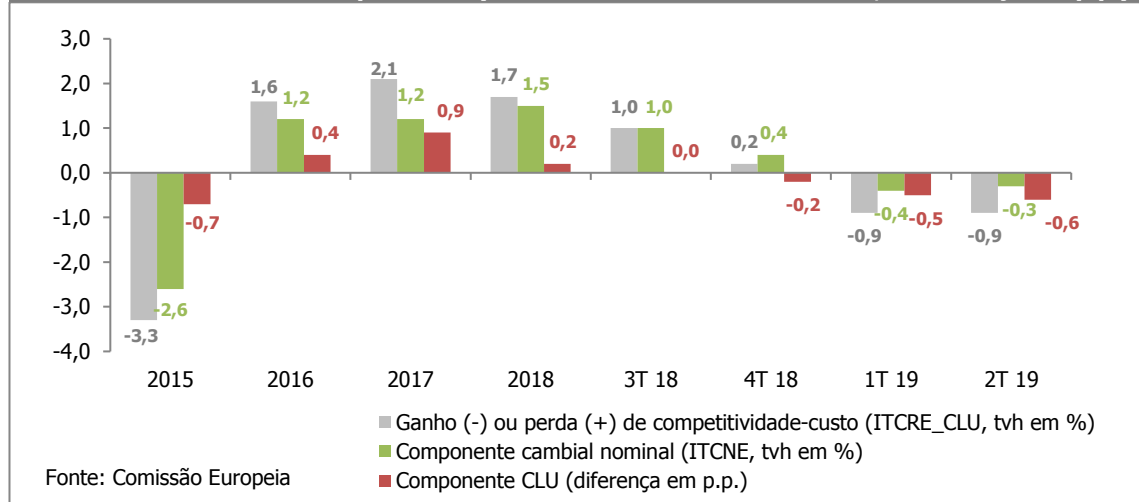




8.2 Competitividade pelos custos laborais

Segundo dados revistos, a **competitividade-custo** da economia nacional face aos 37 principais parceiros voltou a recuperar no **segundo trimestre** (depreciação homóloga de 0,9% no índice de taxa de câmbio real efetiva, ITCRE, tal como trimestre anterior), devido à **depreciação nominal do euro** e ao **diferencial de variação dos custos laborais unitários (CLU)** negativo, ambos com magnitudes semelhantes às do trimestre anterior.

Figura 8.2.1: Evolução da competitividade-custo e das componentes cambial e de diferencial de CLU face ao exterior: 37 parceiros (tvh em % do ITCRE e do ITCNE⁵, e diferença em p.p.)



⁵ ITCRE é o índice de taxa de câmbio real efetiva, medido com o deflator custos laborais unitários, CLU, face a 37 parceiros comerciais. ITCNE é o índice de taxa de câmbio nominal efetiva, medido também face a 37 parceiros.

9. AJUSTAMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA

9.1 Equilíbrio externo

No período de **janeiro a julho**, o **défi**ce da **balança corrente e de capital** registou um agravamento de 1,0 mil M€ em termos homólogos, para 1,6 mil M€, a refletir o alargamento do défice da **balança de bens** e, em menor medida, a redução do excedente das balanças de **serviços** e de **capital**, rubricas que contrariaram a melhoria nos rendimentos primários (menor défice, para o que contribui a redução dos custos com juros face às baixas taxas de juro) e rendimentos secundários (maior excedente).

Note-se que estes dados, do Boletim Estatístico de Outubro do BdP (divulgado no final de setembro), não incluem as revisões da Balança de Pagamentos introduzidas na altura da publicação do Boletim Económico de Outubro (10/10) – ver secção 2.2.

No dia 17/10, já após a data de fecho de dados publicação, o BdP fez uma [atualização intermédia dos dados das contas externas](#) (incluindo as revisões da Balança de Pagamentos introduzidas com a divulgação do Boletim Económico), com informação de **janeiro a agosto**, em que o **saldo externo** se torna **positivo** (665 M€) – graças à incorporação dos dados de agosto do turismo, tendo-se observado uma situação semelhante em 2018 –, mas bastante menor do que no período homólogo de 2018 (2 717 M€).

Quadro 9.1.1: Balanças corrente e de capital (M€)

	2017	2018	Jan-Jul 18	Jan-Jul 19	Var. hom.	Var. abs.
Balança Corrente	879	-1 230	-1 622	-2 600	60,3%	-978
Balança de bens e serviços	3511	2011	1220	-946	s.s.	-2 166
Bens	-12 108	-14 707	-7 582	-9 611	26,7%	-2 028
Serviços	15 619	16 718	8 802	8 665	-1,6%	-137
Rendimentos primários	-4 859	-5 701	-4 089	-3 340	-18,3%	748
Rendimentos secundários	2 226	2 459	1 246	1 686	35,3%	440
Balança de Capital	1 820	2 133	1 006	967	-3,9%	-39
Balanças corrente e de capital	2 699	903	-616	-1 633	165,0%	-1 017

Fonte: BdP. M€= milhões de euros; s.s.=sem significado.

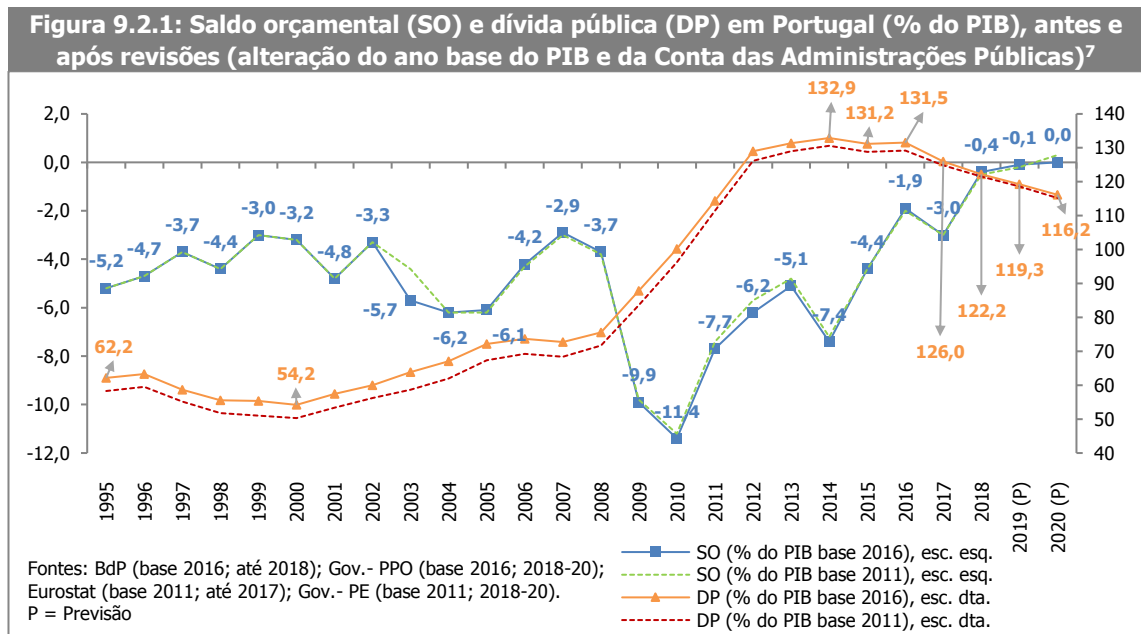
A **posição de investimento internacional**⁶ (que reflete, além da evolução do saldo externo, efeitos como alterações de valoração de ativos e passivos sobre o exterior) situou-se em -104,4% do PIB (na base de 2016) no final do **segundo trimestre**, o que traduz uma melhoria face ao final de 2018 (-105,6%), segundo dados revistos (ver revisões na secção 2.2).

⁶ A posição de investimento internacional (posição externa líquida) é dada pela diferença entre os ativos e os passivos sobre o exterior, sendo um conceito mais abrangente que o da dívida externa líquida.



9.2 Contas públicas

No dia 15/10, o [Projeto de Plano Orçamental para 2020](#) (PPO) enviado pelo Governo à Comissão Europeia, num **cenário de políticas invariantes** (isto é, sem medidas de política orçamental em 2020), reviu em alta a projeção de **saldo orçamental** em **2019** para -0,1% do PIB, face a -0,2% no Procedimento de Défices Excessivos (2ª notificação de 2019, de 23/9), PDE, o que, segundo o Governo, se justificou pelo “melhor comportamento da receita”.



De salientar que os dois valores referidos estão já na **nova base de 2016 das contas nacionais**, que implicou um efeito positivo no **PIB** e alterações na **Conta das Administrações Públicas**, levando o saldo orçamental de **2018** a ser revisto para -0,4% do PIB (base 2016), face aos -0,5% do PIB (base de 2011) estimados no [Programa de Estabilidade 2019-2023](#) (que, para 2019, previa um saldo de -0,2% do PIB na base 2011), PE.

⁷ Análise das **revisões das séries do saldo orçamental e da dívida pública 1995-2018** com a **nova base das contas nacionais - Boletim Económico de outubro** do BdP: (i) “As alterações nas contas do setor institucional das **administrações públicas** foram devidas (...) ao seguimento de novas orientações (...) da **edição de 2019 do Manual do Défice e da Dívida das Administrações Públicas** (MDD) e de **recomendações emitidas pelo Eurostat** (veja-se [Destaque do INE de 23 de Setembro de 2019 “Principais agregados das administrações públicas 1995-2018”](#)); (ii) “As revisões no valor do **saldo orçamental** tiveram um **impacto negligenciável no período mais recente**, tendo assumido uma **magnitude mais considerável** no período entre **2003 e 2016** (as revisões mais expressivas do saldo orçamental correspondem a um aumento do défice em 1,2 e 0,5 p.p. do PIB em **2003** e **2012**, respetivamente). No restante período, observaram-se alterações ligeiras (inferiores a 0,3 p.p.), quer com impacto positivo, quer negativo, consoante os anos). (iii) A “nova edição do MDD levou também a que as estatísticas da **dívida pública** passassem a incluir a **capitalização acumulada dos certificados de aforro**, implicando uma **reavaliação em alta da dívida pública desde 1995**, que ascendeu a 2,1 p.p. em **2018** [de 121,5% do PIB (base 2011) no Programa de Estabilidade, para 123,6% do PIB (base 2011), revisão comunicada em 5/8] (ver [Nota de Informação Estatística – Revisão metodológica das estatísticas da dívida pública](#)). Este aumento, conjugado com a subida do PIB nominal [com a mudança de base para 2016], traduziu-se numa revisão de 0,7 p.p. do rácio da dívida pública em 2018 [de 121,5% do PIB (base 2011) no Programa de Estabilidade, para 122,2% do PIB (base 2016) no reporte de setembro do Procedimento de Défices Excessivos]”.



No que se refere à previsão de saldo orçamental em **2020**, o Projeto de Plano Orçamental procedeu a uma revisão em baixa para 0,0% do PIB (base de 2016) – face a 0,3% do PIB (base de 2011) no Programa de Estabilidade –, abaixo da previsão comparável do CFO (de 10/10) de 0,3% do PIB, também num cenário de políticas invariantes, o que é surpreendente.

A **revisão em baixa do saldo orçamental em 2020** face ao Programa de Estabilidade é ainda mais **surpreendente** quando o PIB foi revisto em alta com a mudança de base das contas nacionais e o próprio Governo projeta uma aceleração do PIB em 2020, sem esquecer que os saldos orçamentais de 2018 e 2019 foram revistos em alta em rácio no PIB.

Refira-se, ainda, a revisão em baixa do **saldo orçamental estrutural** (corrigido do ciclo e de medidas temporárias) para -0,3% do PIB (base 2016) em 2019 e -0,5% em 2020 (face a 0,1% e 0,3% do PIB na base 2011 no Programa de Estabilidade de abril), que passa a negativo e, em vez de melhorar, piora entre 2019 e 2020, o que poderá merecer reparos da Comissão Europeia.

O **Governo** fornece informação relacionada na [notícia da divulgação](#) do PPO, “em 2020, o Projeto de Plano Orçamental prevê uma evolução da **receita** em linha com o crescimento nominal do PIB, enquanto que a **despesa pública** evolui de forma consentânea com os compromissos políticos assumidos ao longo da legislatura que agora termina. Salienta-se aqui o impacto orçamental decorrente da fase final do **processo de descongelamento das carreiras da Administração Pública**; os **projetos de investimento público**, entretanto autorizados e, nalguns casos, já em execução; e o **crescimento das prestações sociais** decorrente do reforço da prestação social para a inclusão, do subsídio de parentalidade e do abono de família”.

Salienta-se ainda o aumento da **carga fiscal** para um novo máximo histórico em 2019 (34,9% do PIB na base 2016, após 34,7% em 2018) e uma ligeira redução em 2020 (para 34,8%), num cenário de políticas invariantes.

Quanto à **dívida pública**, o PPO prevê que, após um valor revisto de 122,2% do PIB (base 2016) em 2018 (ver notas sobre a revisão abaixo) um valor de 119,3% do PIB (base 2016) em **2019** (em linha com o PDE de setembro, mas acima do valor de 118,6% do PIB na base de 2011 inscrito no Programa de Estabilidade) e 116,2% do PIB (base 2016) em **2020**, revisto em alta face aos 115,2% do PIB (base 2011) do Programa de Estabilidade.

Evolução das **contas públicas em 2019 - Boletim Económico de outubro** do BdP

“O **objetivo oficial para o défice** deste ano (0,2% do PIB), definido no Orçamento do Estado para 2019 e mantido inalterado na atualização do Programa de Estabilidade e na recente notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, apresenta-se **claramente alcançável**, em particular quando se considera o perfil intra-anual do saldo orçamental observado no passado recente.”



“A **receita corrente** registou um aumento de 5,5% no **primeiro semestre**, 1,8 p.p. acima da previsão oficial para o conjunto do ano (...). Esta evolução resultou de contributos significativos de todas as principais componentes da receita, refletindo a continuação da expansão da atividade económica. (...) No que se refere às outras receitas correntes, o crescimento relativamente elevado decorreu da materialização do aumento esperado dos dividendos recebidos pelo Estado e de um crescimento superior ao orçamentado da receita proveniente das vendas de bens e serviços. Por seu turno, as **receitas de capital** apresentaram um aumento inferior ao previsto para o conjunto do ano (...). A **despesa corrente primária** registou um aumento moderado no primeiro semestre (2,9%), inferior ao orçamentado (...). Este resultado decorreu principalmente da evolução do **consumo intermédio** (...). De notar, no entanto, que esta rubrica tem tipicamente uma evolução intra-anual irregular. Por outro lado, as **despesas com pessoal** apresentaram um crescimento ligeiramente superior ao previsto para o conjunto do ano. Este resultado é difícil de avaliar dado o efeito do descongelamento faseado de carreiras dos funcionários públicos e a incerteza em torno da evolução do número de funcionários (...). No que respeita à **despesa de capital**, o investimento apresentou um **crescimento muito aquém** da estimativa para o conjunto do ano (6,3%, que compara com a taxa de 15,5% apresentada na notificação do Procedimento dos Défices Excessivos). De notar, no entanto, que esta rubrica apresenta um perfil intra-anual bastante volátil e a sua evolução está parcialmente relacionada com a execução dos fundos comunitários”.

“Em 2019, a **dívida pública em rácio do PIB** situou-se em 121,2% no **final do primeiro semestre**, o que representa uma redução de 1 p.p. face ao final de 2018 (...). Esta evolução resulta do impacto do excedente primário e do efeito “bola de neve” (resultante do diferencial negativo entre a taxa de juro média do stock da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal), que mais do que compensam os ajustamentos défice-dívida positivos. De notar que estes últimos refletem, em larga medida, o aumento dos depósitos das administrações públicas. Com efeito, **excluindo os depósitos**, a diminuição do rácio da dívida ascende a 1,2 p.p. neste período (112,8% no final de junho que compara com 114% no final de 2018)”.