



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 42
OUTUBRO DE 2019

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 31.10.2019

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**



RESUMO EXECUTIVO

- Nas suas previsões de Outubro, o FMI cortou as suas previsões de crescimento, devido à guerra comercial em curso, apelando ao fim das hostilidades. Mais importante, os “quatro grandes”, a China, os EUA, a zona euro e o Japão, não deverão acelerar nos próximos cinco anos.
- Na zona euro, está em curso um programa tímido de expansão orçamental, com capacidade limitada de contrariar a desaceleração em curso.
- No 3º trimestre de 2019, o PIB de Portugal deve ter crescido entre 1,7% e 1,9% em termos homólogos, desacelerando ligeiramente face ao trimestre anterior.
- Em Setembro, a taxa de desemprego subiu, de 6,4% para 6,6%, sobretudo devido ao crescimento da população activa.
- Até Agosto de 2019, o saldo externo diminuiu para 685 milhões de euros, face a 2717 milhões no período homólogo. No entanto, houve uma revisão em alta dos valores passados, o que diminui muito o risco de défice externo para o conjunto do ano.
- O esboço do Orçamento para 2020 é um pouco optimista no cenário macroeconómico e menos ambicioso, em termos orçamentais, do que o Programa de Estabilidade, de Abr-19.
- Se não se construírem os alicerces para um crescimento mais robusto e duradouro, então as conquistas orçamentais alcançadas nos últimos anos poderão estar em risco.
- É conhecido que uma das razões de sucesso dos países do Leste Europeu que nos têm vindo a ultrapassar é a sua capacidade de atrair Investimento Directo Estrangeiro. Por isso, é inaceitável que Portugal venha a perder lugares, todos os anos, desde 2015, no índice do Banco Mundial “Doing Business”.
- Segundo o estudo “Crescimento da Economia Portuguesa”, promovido pela CIP, com melhorias na educação, diminuição da ineficiência na banca e melhorias no funcionamento das instituições, Portugal poderia passar a crescer mais 3% ao ano, para perto dos 5% ao ano.
- As subidas extraordinárias do salário mínimo não se têm traduzido em desemprego, devido à excepcional conjuntura internacional. No entanto, como esta se está a deteriorar, novas subidas extraordinárias do salário mínimo deveriam ser interrompidas se o desemprego subir acima dos 7%.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

FMI corta previsões de crescimento _____ 5

Pacotes orçamentais ligeiramente expansionistas _____ 5

2. CONJUNTURA NACIONAL

PIB a desacelerar _____ 6

Desemprego caiu _____ 7

Regresso a saldo externo positivo _____ 7

Esboço do Orçamento para 2020 _____ 9

3. TEMAS EXTRA

Perda de Competitividade _____ 11

“Crescimento da Economia Portuguesa” _____ 11

Subida extraordinária do salário mínimo _____ 13

Consolidação orçamental e futuros desafios _____ 14

4. MERCADOS FINANCEIROS _____ 18

5. AGENDA _____ 21



- 2019 o pior ano desde 2009

- Alemanha reduz saldo orçamental

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira ¹

FMI CORTA PREVISÕES DE CRESCIMENTO

Nas suas previsões de Outubro, o FMI cortou as suas previsões de crescimento, devido à guerra comercial em curso, apelando ao fim das hostilidades. Em 2019, a economia mundial só deverá crescer 3%, o valor mais baixo desde 2009.

Mais importante, os “quatro grandes”, a China, os EUA, a zona euro e o Japão, não deverão acelerar nos próximos cinco anos. Para além disso, o FMI estima que provavelmente será forçado a novas revisões em baixa do crescimento.

PACOTES ORÇAMENTAIS LIGEIRAMENTE EXPANSIONISTAS

A proposta de orçamento da Alemanha para 2020 prevê uma nova redução do saldo orçamental, de 1,9% em 2018 para 1 ¼% em 2019 e ¾% do PIB em 2020. Mais importante do que isso, o saldo estrutural deverá baixar de 1 1/4 % para 0,5% do PIB em 2020, o que corresponde a uma expansão orçamental.

Anteriormente, já se tinham somado os sinais de que a Alemanha poderia ter uma política orçamental mais expansionista, contrariando a desaceleração em curso.

¹ Director do Gabinete de Estudos do Forum para a Competitividade, responsável pelos textos desta Nota de Conjuntura, com excepção dos assinalados.



- 3º trimestre a desacelerar

Desta feita, foi mesmo um dos criadores da regra “travão à dívida”, que defende que o país devia investir em nova tecnologia, lutar contra as alterações climáticas e reparar a infra-estrutura envelhecida. Diz que é necessário corrigir anos de sub-investimento e preparar o país para o futuro².

No conjunto dos países da zona euro, há uma tendência, embora moderada, de deterioração do saldo estrutural, em menor grau do que a verificada na Alemanha³.

No cômputo geral, a expansão orçamental na zona euro em curso poderá evitar uma desaceleração mais forte, mas parece insuficiente para o caso de algo mais grave.

2. CONJUNTURA NACIONAL

PIB A DESACELERAR

No 3º trimestre, a economia portuguesa deverá ter desacelerado de 1,9% para entre 1,7% e 1,9% em termos homólogos.

Dados do 3º trimestre apontam para uma desaceleração da economia, já não só do lado das contas externas, afectadas pelo cenário de generalizada desaceleração da economia europeia e mundial, mas também pela procura interna, que começa a ser contagiada por aquelas.

² <https://www.ft.com/content/329675fa-f1b2-11e9-ad1e-4367d8281195>

³ <https://www.publico.pt/2019/10/17/economia/noticia/governos-euro-menos-preocupados-consolidacao-orcamental-1890290>



- A taxa de desemprego subiu para 6,6%

DESEMPREGO SUBIU

Em Setembro, a taxa de desemprego subiu, de 6,4% para 6,6%. No entanto, a principal razão para isto foi o crescimento da população activa, em 17,7 milhares, enquanto o emprego apenas subiu em 4,4 milhares. Não se deve extrapolar demasiado destes dados, mas parece notar-se aqui quer um enfraquecimento da economia, quer a dificuldade do desemprego baixar para valores inferiores aos da taxa natural de desemprego (entre 6% e 7%).

REGRESSO A SALDO EXTERNO POSITIVO

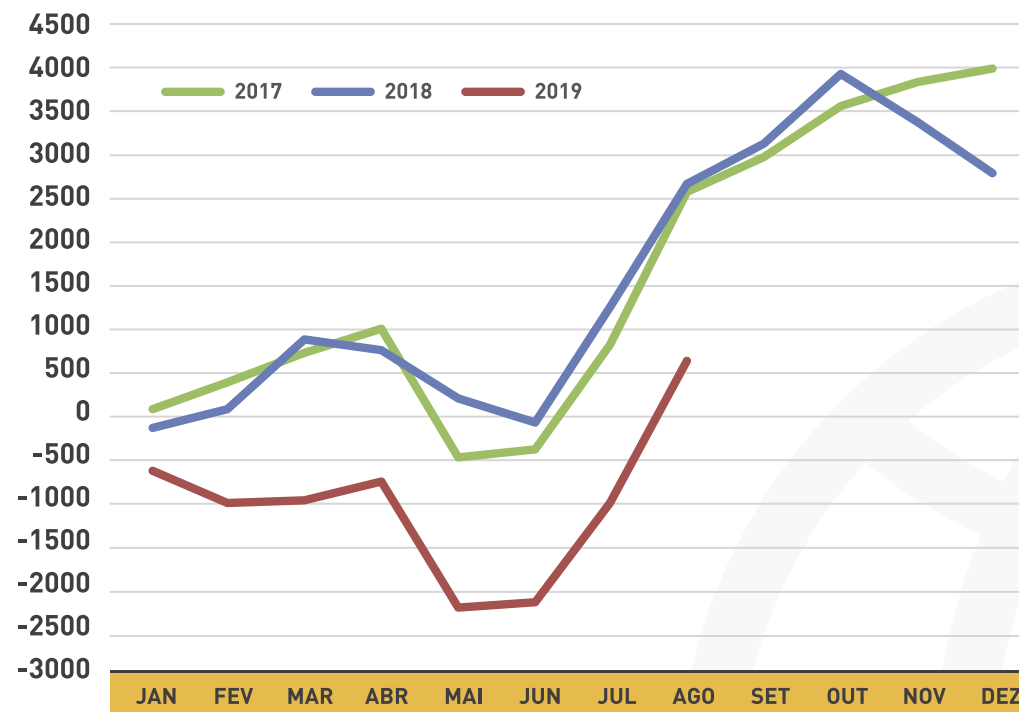
Até Agosto de 2019, o saldo externo diminuiu para 685 milhões de euros, face a 2717 milhões no período homólogo, com deterioração na balança de bens (1789 milhões) e diminuição do excedente da balança de serviços (473 milhões).

Há aqui duas novidades: por um lado regressámos aos saldos positivos e, por outro, estas séries foram revistas em alta, sendo que o valor registado em Agosto de 2019 é inclusive superior ao valor registado anteriormente no mês homólogo de 2018 (em termos acumulados). Ou seja, há agora muito menos receios de um défice externo no conjunto do ano.



- Diminuição de receitas para o conjunto do ano

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal



**- Cenário
macroeconómico
optimista e menor
ambição orçamental**

ESBOÇO DO ORÇAMENTO PARA 2020

Já foi tornado público o esboço do Orçamento para 2020⁴, enquanto a proposta só deverá ser divulgada em Dezembro. Este esboço é baseado em políticas invariantes, ou seja, não incorpora novas medidas que venham a ser aprovadas no contexto da negociação no parlamento.

Esboço de Orçamento para 2020

Indicador	2018	2019	2020
PIB	2,4	1,9	2,0
Taxa de desemprego (%)	7,0	6,3	5,9
Produtividade	0,1	0,8	1,2
Saldo externo*	1,2	0,3	0,4
Saldo orçamental*	-0,4	-0,1	0
Saldo estrutural*		-0,3	-0,5
Dívida pública*		119,3	116,2

Fonte: Ministério das Finanças; * % do PIB

Em termos macroeconómicos, há a previsão de uma ligeira aceleração da economia, que contrasta com a generalidade das previsões existentes, para além de estas anteciparem elevada probabilidade de revisões futuras em baixa.

⁴ - <https://www.portugal.gov.pt/download-ficheiros/ficheiro.aspx?v=09a9d618-a786-4e9c-bb40-c962b23f4e3e>



**- Conselho das
Finanças Públicas
diz que cenário
macroeconómico não é
“prudente”**

Aliás, “o Conselho das Finanças Públicas endossa com reservas as estimativas e previsões apresentadas, tendo em conta que (...) 2. Os elementos explicitados neste parecer relativamente ao comportamento das componentes da procura, em particular das exportações e das importações em 2020, **não permitem considerar o cenário apresentado como prudente**, dados os elevados riscos descendentes que incidem na previsão de aceleração da atividade económica em 2020.”⁵ (nosso negrito).

Em termos orçamentais, há agora menos ambição do que a prevista no Programa de Estabilidade, apresentado em Abril. Enquanto aí se projectava um saldo de 0,2% do PIB em 2020, agora já só se estima um saldo nulo, ainda que a recente revisão em alta do PIB auxilie as contas públicas.

⁵ - https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/parecer-cfp-previsoes-macroeconomicas-ppo-2020.pdf, p. 9.



- É inaceitável que Portugal venha a perder lugares no “Doing Business”, todos os anos, desde 2015

- Com as reformas necessárias, Portugal poderia crescer mais 3% ao ano, perto dos 5%

3. TEMAS EXTRA

Pedro Braz Teixeira

PERDA DE COMPETITIVIDADE

No índice do Banco Mundial Doing Business, Portugal voltou a perder posição, de 34º para 39º no [relatório deste ano](#) (em 190 países), quando em 2015 estava na 23ª posição, tendo perdido lugares em todos estes anos.

No relatório do World Economic Forum, o nosso país conseguiu um pouco melhor, mantendo a sua ordenação em relação ao ano passado, o que é menos mau, mas muito insuficiente.

É conhecido que uma das razões de sucesso dos países do Leste Europeu que nos têm vindo a ultrapassar é a sua capacidade de atrair Investimento Directo Estrangeiro. Por isso é inaceitável que Portugal venha a perder lugares, todos os anos, desde 2015.

“CRESCIMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA”

A CIP promoveu um importante estudo sobre o “Crescimento da Economia Portuguesa”, com conclusões muito semelhantes às que temos vindo a defender, que sintetizamos aqui.

- “Apenas 36,8% da população portuguesa com mais de 25 anos concluiu o ensino secundário. A convergência de Portugal para os valores medianos atingidos pelos países da UE+OCDE, permitiria um crescimento adicional do PIB de 1,26 p.p., em termos anuais, ou de 13,3 p.p. numa década.”



- Com mais crescimento, teríamos um forte crescimento sustentado dos salários e pensões

- “A ineficiência do sistema bancário nacional tem também exercido um efeito de travão sobre o crescimento da economia portuguesa, custando ao PIB nacional 0,9 p.p. a cada ano.”⁶
- “Impactos significativos poderão ser alcançados com melhorias no funcionamento das instituições. Maior concorrência nos mercados, através de melhorias na qualidade da regulação; reformas no sistema legal, que reforcem o cumprimento dos contratos e que melhorem a eficácia dos tribunais; e o controlo da corrupção, que impeça o exercício do poder público para ganho privado e a “captura” do Estado por interesses privados. A aproximação aos países com melhores práticas (top 10) da UE e da OCDE naquelas áreas poderia adicionar mais de 1 ponto percentual ao crescimento anual do PIB per capita português. Os ganhos das mudanças institucionais, para além do forte impacto no crescimento económico, têm a vantagem de em muitos casos não terem custos orçamentais.”⁷

Em resumo, com estas reformas, Portugal poderia crescer mais 3% ao ano, perto dos 5% (tendo em atenção que a tendência de crescimento está hoje em apenas 1 ½%), valores ainda mais ambiciosos do que temos vindo a defender. Confirma-se, assim, que precisamos de significativas alterações que nos permitam alcançar níveis de crescimento semelhantes às das mais dinâmicas economias da Europa de Leste.

Com mais crescimento, teríamos um forte aumento sustentado dos salários e pensões, contas públicas facilmente controláveis e uma fiscalidade muito menos penosa.

⁶ - http://cip.org.pt/defice-de-qualificacoes-da-populacao-adulta-e-o-principal-entrave-ao-crescimento-da-economia-portuguesa/?fbclid=IwAR3yH90pgPwSCSypFr-V-Y8QOD1rr4hN8_Ln_Jko2bZqMPliz5nQvgX_oNg

⁷ - <https://observador.pt/opiniao/portugal-no-pelotao-da-frente/>



**- Salário mínimo
cresceu 14% e
produtividade apenas
1,7%**

SUBIDA EXTRAORDINÁRIA DO SALÁRIO MÍNIMO

Entre 2015 e 2019, o salário mínimo teve uma subida extraordinária acumulada de 19%, quando a inflação acumulada foi de apenas 4%, o que implica uma subida do salário mínimo em termos reais de 14%. No mesmo período o crescimento acumulado da produtividade foi baixíssimo, apenas 1,7%, o que é menos do que vários países de Leste conseguem em apenas um ano e que espelha um dos problemas mais graves da nossa economia.

Ano	Salário mínimo	Variação acumulada	Produtividade	Variação acumulada
2015	505	-	0,4	0,4
2016	530	5%	0,4	0,8
2017	557	10%	0,2	1,0
2018	580	15%	0,1	1,1
2019	600	19%	0,6*	1,7*

* 1º semestre

Apesar deste crescimento do salário mínimo totalmente desalinhado da evolução da produtividade, o emprego cresceu e a taxa de desemprego desceu para mínimos. Isto aconteceu porque a conjuntura internacional foi excepcional, quer em termos de crescimento económico, quer de taxas de juro do BCE.

Os parceiros sociais e o governo parecem estar iludidos que se pode continuar a aumentar os salários sem qualquer ligação com a produtividade, sem terem consciência de que o elemento essencial de sucesso, a conjuntura internacional, está em vias de desaparecer.



- Subida extraordinária do salário mínimo deve ser suspensa se desemprego subir acima dos 7%

- 60% do ajustamento foi realizado em 2011-2015

Por isso, recomenda-se que as associações patronais, ainda que concordem com novos aumentos extraordinários do salário mínimo, exijam duas cláusulas de salvaguarda: 1) que as subidas extraordinárias sejam suspensas se a taxa de desemprego subir acima dos 7% (a taxa natural de desemprego está entre os 6% e os 7%); 2) que haja diminuição das contribuições para a Segurança Social no interior, onde é muito mais difícil de absorver estas subidas extraordinárias dos salários.

É provável que uma desaceleração da economia internacional conduza a um enfraquecimento da economia portuguesa e possa trazer uma subida da taxa de desemprego. Nesse contexto, subidas extraordinárias dos salários revelar-se-iam muito perigosas, podendo potenciar um aumento adicional do desemprego, criando um peso significativo nas contas públicas, para além do custo humano.

CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL E FUTUROS DESAFIOS

Ricardo Ferraz⁸

A situação das finanças públicas portuguesas é hoje manifestamente diferente da de 2010-2011. Há dois indicadores fundamentais que permitem compreender a evolução positiva: 1) saldo ajustado de medidas temporárias e não recorrentes (saldo orçamental deduzido de medidas pontuais); 2) saldo primário estrutural (que exclui as ditas medidas pontuais, as despesas com os juros da dívida pública, descontando ainda os efeitos do ciclo económico)⁹.

⁸ Economista, investigador e docente do ensino superior. Afiliações: GHES/CSG/Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG), Universidade de Lisboa. DREAMS/ULHT, Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias. Instituto Superior de Engenharia de Coimbra (ISEC), Instituto Politécnico de Coimbra (IPC).

⁹ Este último indicador procura expurgar efeitos que não são directamente controláveis pelos governos, sendo também uma ferramenta útil para avaliar o esforço de consolidação orçamental de um país.



- A consolidação orçamental na última legislatura deveu-se aos efeitos positivos do ciclo económico e à redução dos encargos com os juros

Tendo por base a Figura 1, constata-se, desde logo, que o saldo ajustado de medidas temporárias e não recorrentes (linha azul) melhorou substancialmente passando de -8,8% do PIB em 2010 para 0,5% em 2019 (estimativa). **O ajustamento nominal excluindo medidas pontuais terá rondado os 17 mil milhões de euros no período 2011-2019: 60% deste valor foi realizado em 2011-2015 e 40% em 2016-2019.**

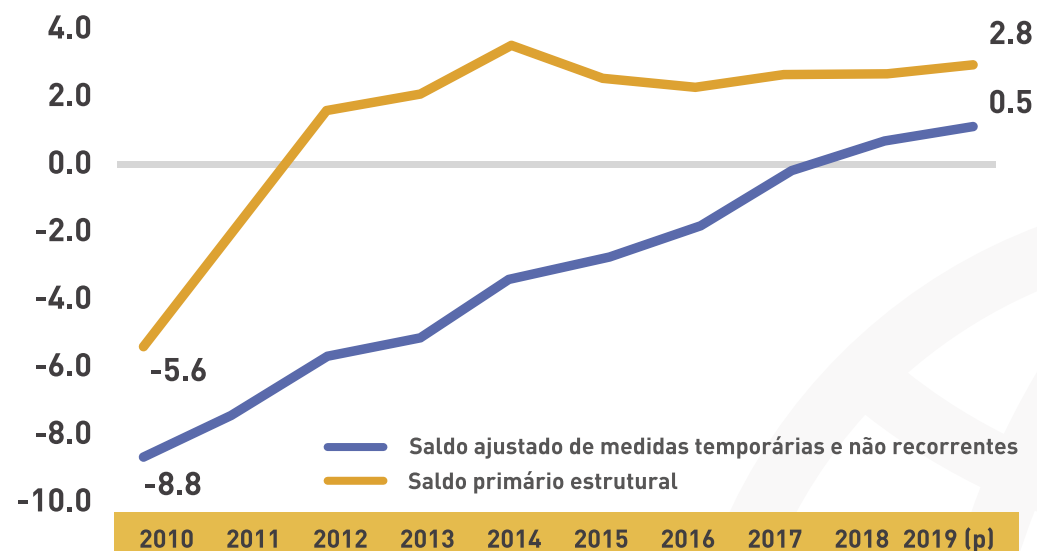
A melhoria no saldo primário estrutural (linha amarela) também é bem visível. Portugal terá passado de um défice de 5,6% do PIB em 2010 para um excedente de 2,8% em 2019 (estimativa). Contudo, é possível identificar três momentos distintos ao nível da evolução deste indicador: um primeiro (2011-2014) em que existiu um intenso ajustamento primário estrutural, um segundo (2015-2016) em que se verificou uma deterioração do referido saldo e finalmente um terceiro (2017-2019) em que o ajustamento primário estrutural terá sido praticamente inexistente.

Assim, **a consolidação orçamental (líquida de medidas pontuais) que ocorreu na última legislatura ter-se-á devido essencialmente aos efeitos positivos do ciclo económico e à redução dos encargos com os juros (resultado das operações de troca de dívida num contexto de fortes estímulos do BCE).**

Figura 1: “Saldo ajustado de medidas temporárias e não recorrentes” e “saldo primário estrutural” (% do PIB)



- A conjuntura favorável tem, por isso, assumido um papel decisivo na recente redução do défice orçamental



Fonte: Cálculos próprios recorrendo às estatísticas da AMECO, Conselho de Finanças Públicas e projecções do Ministério das Finanças (em Draft Budgetary Plan 2020)¹⁰.

A conjuntura favorável tem, por isso, assumido um papel decisivo na recente redução do défice orçamental, sendo certo que o ministro das finanças procurará seguir a mesma estratégia de consolidação. Nesse sentido, as projecções económicas mais recentes divulgadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) não podem deixar de causar preocupação. De acordo com o Fundo (veja-se Quadro 1), **os próximos anos serão de arrefecimento da conjuntura internacional, esperando-se um abrandamento gradual da economia portuguesa até 2024; o que naturalmente trará novos desafios ao poder político.**

¹⁰ Estatísticas consultadas a 23/10/2019.



Quadro 1: Crescimento real do PIB

	2018	2019 (p)	2020 (p)	2024 (p)
Economias avançadas	2.3	1.7	1.7	1.6
Zona euro	1.9	1.2	1.4	1.3
Alemanha	1.5	0.5	1.2	1.2
Espanha	2.6	2.2	1.8	1.6
França	1.7	1.2	1.3	1.4
Itália	0.9	0.0	0.5	0.6
Portugal	2.4	1.9	1.6	1.5
Estados Unidos	2.9	2.4	2.1	1.6
China	6.6	6.1	5.8	5.5
Japão	0.8	0.9	0.5	0.5

Fonte: FMI ("World Economic Outlook, October, 2019").

- Se nada for feito, as conquistas alcançadas nos últimos anos poderão estar em risco.

Impõem-se então algumas questões: Como tornar o nosso país mais competitivo para enfrentar as ameaças do exterior? Como acelerar o processo de inovação da economia portuguesa? Como elevar os níveis de produtividade? Quais as reformas que terão de ser implementadas e em que sectores? É fundamental dar resposta a estas questões na nova legislatura.

Um crescimento económico mais robusto resultará em excedentes orçamentais mais elevados e consequentemente numa redução mais rápida do rácio da dívida pública/ PIB. Porém, **se nada for feito, ou seja, se os sinais da conjuntura forem desvalorizados - não se construindo os alicerces para um crescimento mais robusto e duradouro -, então as conquistas alcançadas nos últimos anos poderão estar em risco.**



- Fed sinalizou paragem nos cortes de taxas

4. MERCADOS FINANCEIROS

Na sua reunião de Outubro a Reserva Federal dos EUA cortou as suas taxas de referência e anunciou que não tenciona cortar mais, a não ser que haja sinais fortes de abrandamento da economia.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez-18	30-Jun-19	31-Ago-19	30-Set-19	31-Out-19
EUA	2,68	2,01	1,50	1,68	1,69
ALEMANHA	0,24	-0,33	-0,70	-0,57	-0,41

Fonte: Bloomberg

A diminuição da percepção do risco diminuiu a necessidade de recurso à dívida mais segura, o que permitiu, em simultâneo, uma subida da sua taxa e uma redução do diferencial dos periféricos, incluindo Portugal.

Diferencial com a Alemanha de taxas de juro a 10 anos (pontos base)

País	31-Dez-18	30-Jun-19	31-Ago-19	30-Set-19	31-Out-19
ESPANHA	117	72	81	72	64
ITÁLIA	250	243	170	140	133
PORTUGAL	148	80	83	74	57

Fonte: Bloomberg



- Libra subiu com menos riscos de hard Brexit

A libra conseguiu recuperar, com os sinais crescentes de que um “hard Brexit” é agora menos provável.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez-18	30-Jun-19	31-Ago-19	30-Set-19	31-Out-19
EUR/USD	1,145	1,137	1,098	1.094	1,115
CAD/USD	0,734	0,764	0,751	0.755	0,760
GBP/USD	1,275	1,270	1,216	1,229	1,294
CHN/USD	6,86	6,86	7,162	7,138	7,051

Fonte: Bloomberg

Os preços do petróleo tiveram um mês de relativa estabilidade, sem capacidade de subir de forma consistente.

Matérias primas (nível)

Matéria-prima	31-Dez-18	30-Jun-19	31-Ago-19	30-Set-19	31-Out-19
Brent	53,8	66,6	60,4	61,9	60,2
Gás Natural	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6
Ouro	1 282,5	1 409,5	1 520,3	1,497.1	1 512,9

Fonte: Bloomberg



- Bons resultados das empresas

As acções tiveram uma subida apreciável com resultados melhores do que o esperado e guerra comercial em pousio.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

Moedas	31-Dez-18	30-Jun-19	31-Ago-19	30-Set-19	31-Out-19
Dow Jones	-8,7%	7,2%	-1,7%	1.6%	0,5%
S&P 500	-9,2%	6,9%	-1,8%	1.2%	2,0%
NASDAQ 100	-8,9%	7,6%	-2,0%	-0.1%	4,3%
STOXX 600	-5,5%	4,3%	-1,6%	3.2%	0,9%
STOXX 50	-5,4%	5,9%	-1,2%	3.5%	1,0%
FTSE 100	-3,6%	3,7%	-5,0%	3.0%	-2,2%
DAX	-6,2%	5,7%	-2,0%	3.7%	3,5%
CAC40	-5,5%	6,4%	-0,7%	2.9%	0,9%
MIB	-4,5%	7,2%	-0,4%	3.3%	2,7%
IBEX35	-5,9%	2,2%	-1,8%	4.2%	0,1%
PSI20	-3,7%	1,9%	-2,5%	1.0%	2,9%

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
5-Nov	Seminário "O Orçamento do Estado 2020 - Enquadramento Político e Económico" AESE Business School, Lisboa, uma iniciativa do Forum para a Competitividade	
6-Nov	Estatísticas do Emprego (3T)	
8-Nov	Comércio Internacional (Set)	
11-Nov	Produção Construção (Set)	
11-Nov	Vol. Negócios Indústria (Set)	
12-Nov	Vol. Negócios Serviços (Set)	
13-Nov	Índice de Custo do Trabalho (3T)	
13-Nov	Inflação (Out)	
14-Nov	PIB, Estimativa Rápida (3T)	
15-Nov	Actividade turística (Set)	
20-Nov	"A gestão das pessoas na empresa: do recrutamento à retenção, Vila Nova de Famalicão, uma iniciativa do Forum para a Competitividade	
28-Nov	Inquéritos de Conjuntura (Nov)	
28-Nov	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Out)	
29-Nov	Produção Industrial (Out)	
29-Nov	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Out)	
29-Nov	Inflação – Estimativa Rápida (Nov)	
29-Nov	PIB (3T)	
11-Dez	Reserva Federal dos EUA	
12-Dez	Reunião BCE	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS