

1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

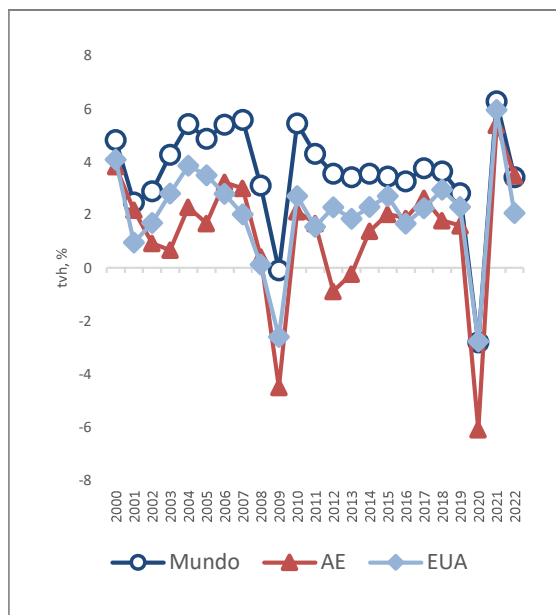
Em 2022, o início do conflito militar entre a Rússia-Ucrânia, em fevereiro, foi determinante para a evolução da economia global, ao agravar os riscos para o seu crescimento. Tratando-se os 2 países envolvidos de importantes fornecedores de matérias-primas, com destaque para o peso da Rússia no fornecimento de bens energéticos, o conflito teve como consequência imediata o aumento generalizado dos preços, a que se juntou a escalada da incerteza e a perda de confiança dos diferentes agentes económicos. No segundo semestre do ano, pese embora a atenuação dos estrangulamentos nas cadeias de valor globais (registando-se alguma recuperação dos *stocks*) tenha levado a uma ligeira desaceleração na evolução dos preços, a volatilidade e a incerteza continuaram a dominar, razões pelas quais o pessimismo dos investidores perante uma possível recessão económica não se desvaneceu. De acordo com as estimativas do FMI, de abril de 2023, a atividade económica cresceu 3,4% em termos reais em 2022, após um aumento de 6,3% em 2021. Esta evolução reflete uma desaceleração expressiva do comércio internacional (+5,1% em 2022, após +10,6% em 2021 e -7,8% em 2020) e uma expansão do investimento relativamente mais intensa na Zona Euro (+2,8%) do que nos EUA (-0,4%).

Após a pandemia de COVID-19, a economia global em 2022 continuou a enfrentar fortes desafios, determinados pelo efeito de três fatores: a invasão da Ucrânia por parte da Rússia; uma crise do custo de vida com perda de poder de compra por parte das famílias, causada pelas persistentes e crescentes pressões inflacionistas, e a desaceleração da economia na China, decorrente da implementação de políticas restritivas de “COVID-zero”. A recuperação da atividade económica global ficou assim condicionada, refletindo-se num abrandamento tanto nas economias avançadas como nas economias emergentes: nos EUA registou-se um aumento do produto de 2,1% (5,9% em 2021); na área do euro o PIB cresceu 3,5% (+5,4% em 2021), observando-se uma tendência similar noutras economias, como a Índia, o Reino Unido, a China e o Brasil. Mais afetados pelos efeitos da guerra, a recuperação da atividade foi bastante desigual entre os principais pares europeus: o PIB aumentou 1,8% na Alemanha, 2,6% em França, 5,5% em Espanha, 3,7% em Itália e 6,7% em Portugal. Esta disparidade deve-se, fundamentalmente, às diferentes estruturas da economia de cada país e às medidas de contenção e de apoio económico adotadas pelos diferentes governos.

No que respeita à política monetária, apesar do abrandamento da atividade económica e dos receios quanto à possibilidade de algumas economias entrarem numa eventual recessão, os bancos centrais da generalidade dos países, e em particular da Zona Euro e EUA, adotaram políticas restritivas em 2022, com o propósito principal de controlar as pressões inflacionistas. Assim, durante o ano de 2022, deu-se início ao processo de aumento das taxas de juro diretoras, invertendo o cariz acomodatório da política monetária e o ciclo de taxas de juro negativas dos últimos anos, bem como à redução dos ativos em balanço dos bancos centrais.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial

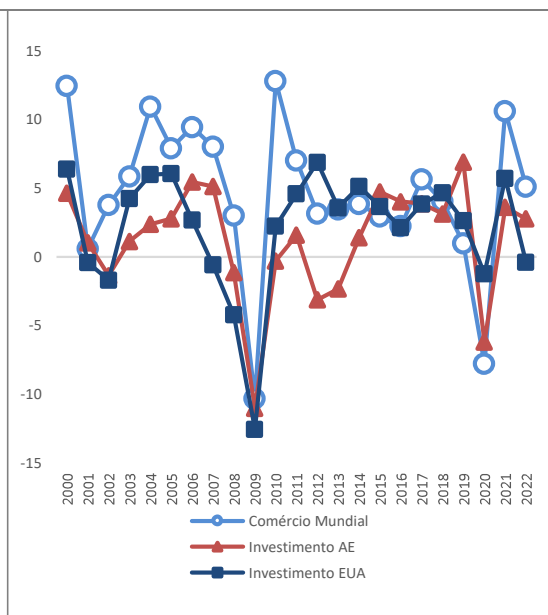
(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2023).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional

(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2023) e AMECO (novembro 2022).

Apesar do abrandamento, a atividade económica mostrou-se resiliente e o mercado de trabalho também se manteve apertado, próximo do emprego total e com níveis de desemprego historicamente baixos. Nos EUA, a taxa de desemprego volta a apresentar um decréscimo, situando-se nos 3,6% em 2022, tendo recuperado dos 5,4% registados em 2021 e dos 8,1% verificados em 2020. Na área do euro, o mercado de trabalho também se demonstrou resiliente, pese embora em menor escala que no caso do mercado americano, onde a estrutura mais flexível da legislação laboral contribuiu para um impacto negativo mais significativo em 2021 e uma nova recuperação em 2022. Assim, a taxa de desemprego na área do euro fixou-se nos 6,8% em 2022 – um decréscimo homólogo de 1,0 p.p.. Não obstante as condições apertadas do mercado trabalho, com a pressão que exercem nos salários, assim contribuindo para a persistência da inflação, estes efeitos foram no geral contidos e não parecem ter existido sinais de uma espiral ascendente entre salários e preços.

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, de acordo com os dados do FMI, a nível global, a inflação em 2022 atingiu os 7,3%, o valor mais alto dos últimos 30 anos. Na origem deste comportamento estarão, maioritariamente, os seguintes motivos: a rápida reabertura da economia após a pandemia, com a procura a ajustar-se mais rapidamente do que a oferta, esta ainda afetada por vários choques globais, o aumento dos preços dos produtos energéticos e alimentares, e o efeito de contágio que se refletiu numa forte pressão em sentido ascendente sobre a inflação subjacente (índice total que exclui os produtos energéticos e produtos alimentares não transformados). De acordo com o FMI, em 2022, a inflação nos EUA, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC), ter-se-á fixado nos 8,0% (4,7% em 2021), e na área do euro em 8,4% (2,6% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI estima que tanto a área do euro como os EUA tenham apresentado evoluções similares em 2022, pese embora mais expressiva neste último. Em média, os países da moeda única terão registado uma melhoria do saldo orçamental (para um défice de 3,8% em 2022, menos 1,6 p.p. do que em 2021), com a dívida pública a registar um decréscimo face ao ano

anterior (para 90,9% do PIB, menos 4,0 p.p. do que em 2021). Nos EUA, a melhoria das condições económicas pós pandemia, resultou também numa redução do défice orçamental (para 5,5% do PIB em 2022, menos 6,1 p.p. do que em 2021), que por sua vez se traduziu numa ligeira descida do *stock* de dívida para 121,7% do PIB (-4,7 p.p. em termos anuais).

1.2. Economia Portuguesa

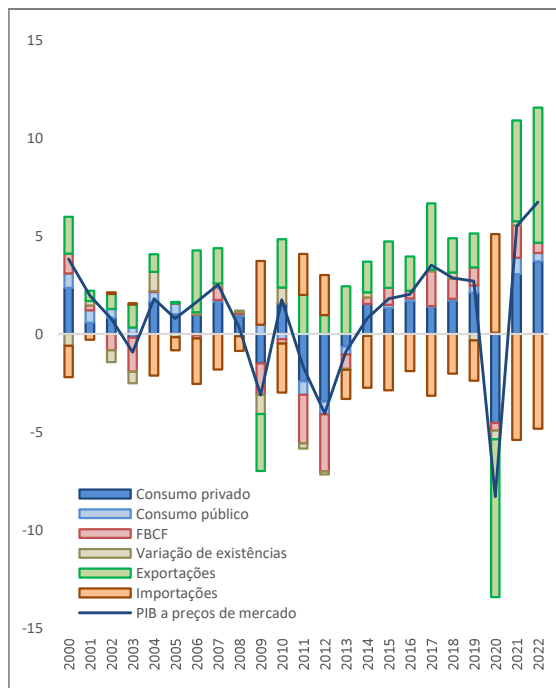
Portugal, pese embora tenha apresentado, à semelhança de outros países europeus, uma tendência de desaceleração ao longo do ano de 2022, acabou por beneficiar de um conjunto de fatores que permitiram manter um crescimento acima do ano anterior e acima da média da área euro. Assim, no ano de 2022, o PIB português registou um crescimento de 6,7% em volume, o mais elevado desde 1987 (compara com um crescimento de 5,5% em 2021, que se seguiu à diminuição histórica de 8,3% em 2020, na sequência dos efeitos adversos da pandemia na atividade económica). Por um lado, o crescimento dos primeiros trimestres do ano refletiu uma aceleração significativa do consumo privado face aos períodos homólogos que haviam sido ainda largamente influenciados pela imposição de restrições para contenção da pandemia. Neste contexto, no primeiro trimestre do ano foi registado um crescimento homólogo de 11,9%, com um aumento do contributo da procura interna, motivada pela aceleração do consumo privado, bem como do contributo da procura externa líquida em virtude do abrandamento, em termos reais, das importações de bens e serviços e uma ligeira aceleração das exportações de bens e serviços, refletindo a recuperação da atividade turística. No segundo trimestre de 2022 o crescimento do PIB começou a abrandar, com um crescimento de 6,9% face ao registado no mesmo trimestre do ano anterior devido, essencialmente, à diminuição do contributo da procura interna com as exportações de serviços a continuar a puxar a procura externa. Na segunda metade do ano, num contexto de aumento da incerteza, a desaceleração económica acentuou-se, com um crescimento de 4,8% no terceiro trimestre e de 3,2% no último trimestre do ano.

Para o agregado do ano 2022 a procura interna continuou a apresentar um contributo positivo de 4,8 p.p. (ainda assim inferior aos 5,8 p.p. em 2021), enquanto o contributo da procura externa, passou a ser positivo, em 2,0 p.p. (comparado com o contributo negativo de -0,3 p.p. em 2021). A procura interna beneficiou de variações positivas de todas as componentes, em particular do consumo privado que com um crescimento real de 5,8% representou um contributo de +3.8 p.p., mas também do consumo público que cresceu 1.7% (contributo de 0,3 p.p.) e da formação bruta de capital fixo (FBCF) que contribuiu com +0.6 p.p. graças a uma expensão de 3,0% (aumento menos expressivo face aos 8,7% do ano anterior). As exportações e as importações registaram aumentos de 16,7% e 11,1%, respetivamente. A forte recuperação das exportações resultou, essencialmente, da aceleração significativa da componente de serviços, que registou um aumento de +37,7% (+19,6% em 2021) reflexo, maioritariamente, da forte recuperação do turismo (variação de +80,9%).

Neste contexto, importa dar também nota da evolução do mercado de trabalho que, não só apresentou um comportamento surpreendentemente resiliente ao longo da pandemia, como reforçou a dinâmica positiva em 2022, com uma redução da taxa de desemprego de 0,6 p.p. relativamente a 2021, fixando-se em 6,0% da população ativa. A média anual da taxa de desemprego jovem (16-24 anos) atingiu 19,0%, diminuindo 4,4 p.p. face ao ano transato. A população ativa aumentou 1,4% entre 2021 e 2022, também como reflexo da recuperação, embora mais moderada, da atividade económica e produtiva, a qual permitiu a retoma da mobilidade e aumento da população ativa face aos anos de pandemia.

Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal

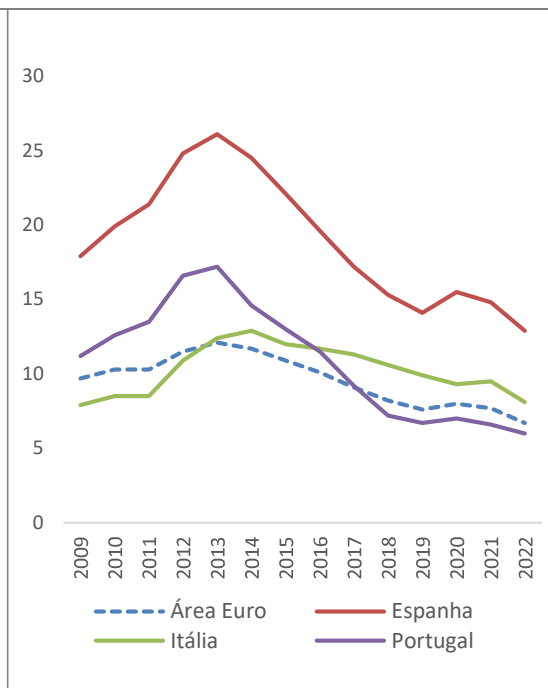
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 - Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)

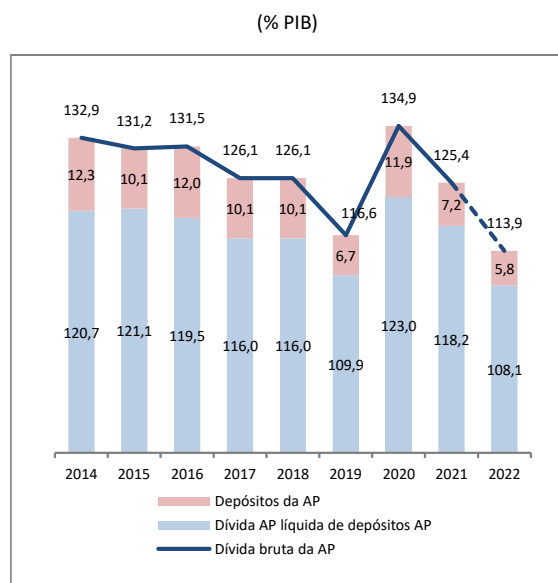


Fonte: Eurostat

Em 2022, Portugal registou um saldo orçamental de -0,4% do PIB. Ainda em terreno negativo, este representa uma melhoria significativa relativamente a 2021, ano em que o saldo orçamental atingiu os -2,9% do PIB, e ainda mais face ao défice de -5,8% registado em 2020, devido às circunstâncias excecionais da pandemia COVID-19. No ano de 2022 manteve-se a recuperação económica e sanitária iniciada em 2021, que se refletiu num aumento da receita (+10,2%) devido, fundamentalmente, à evolução positiva da receita fiscal (transversal à maioria dos impostos), sendo que o aumento da despesa (+ 4,4%) reflete os efeitos de medidas de política pública, algumas ainda no contexto da pandemia COVID-19, em grau significativamente inferior ao observado nos 2 anos anteriores e, sobretudo novas medidas introduzidas com o intuito de mitigar os efeitos do choque geopolítico e da subida da inflação (sobretudo nos preços de diversos bens e serviços e em especial dos produtos energéticos). Com maior detalhe, o comportamento da receita foi fortemente influenciado, tanto pela evolução dos impostos indiretos (contributo de +4,0 p.p.), como pelo aumento do contributo dos impostos diretos (+5.2 p.p.), em resultado da recuperação da atividade económica e do mercado de trabalho. Do lado da despesa, é de salientar o crescimento das prestações sociais (contributo de +3,0 p.p.), no qual se refletem os complementos excecionais a pensionistas e outros apoios extraordinários a titulares de rendimentos e prestações sociais para minorar o efeito negativo do aumento dos preços. Importa ainda salientar o crescimento da despesa de capital em 15% (decorrente essencialmente do aumento das transferências de capital relacionadas com a TAP e a EFACEC), bem como uma diminuição expressiva dos juros (-9,4%), permitindo manter a tendência decrescente no rácio sobre o PIB. Neste quadro, ao contrário do observado em 2021, o saldo primário registou um excedente, fixando-se em 1,6% do PIB em 2022 (uma melhoria de 2,1 p.p. face ao défice de -0,5% registado no ano anterior).

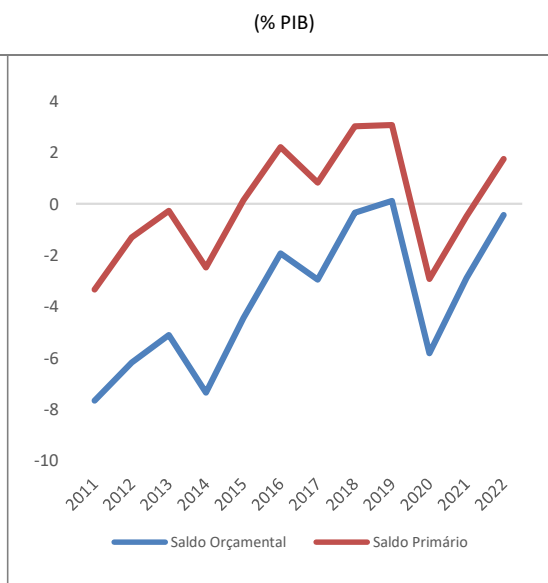
A trajetória decrescente da dívida pública na ótica de Maastricht em % do PIB, que se verificava desde 2015, foi interrompida em 2020 (134,9% do PIB), mas voltou a recuperar em 2021, com o rácio a fixar-se nos 125,4% do PIB nesse ano. No final de 2022, observou-se uma redução de 11,5 p.p. face ao ano anterior, com a dívida a diminuir para os 113,9% do PIB.

Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal



Fonte: Banco de Portugal, INE

Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal



Nota: Os anos de 2014, 2015 e 2017 são marcados por efeitos *one-offs* significativos, associados ao apoio ao setor bancário.

Fonte: INE

O histórico recente em termos de vigor do crescimento económico e disciplina nas finanças públicas, que se traduziu numa redução acumulada do rácio da dívida de 16,3 p.p. do PIB entre 2014 e 2019, aumentou a robustez das finanças públicas portuguesas. Neste contexto, o quadro particularmente atípico dos anos de 2020 e 2021, devido ao cenário pandémico e às medidas de resposta adotadas, resultou num agravamento das contas públicas, em 2020, pontual e em menor escala do que inicialmente antecipado. No entanto, o retorno à trajetória de redução do rácio da dívida pública reiniciada em 2021 e seguida ao longo de 2022, contribuiu para que este fosse um ano especialmente favorável para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018, tendo-se registado uma melhoria assinalável do *rating* da dívida portuguesa. Neste contexto, as principais agências de notação financeira melhoraram o *rating* e mantiveram o *outlook* estável da República Portuguesa. Em outubro de 2022, a agência Fitch subiu o *rating* da dívida pública portuguesa em um *notch*, de BBB para BBB+, mantendo o *outlook* estável. Esta foi a quarta melhoria do *rating* da República nestes dois anos depois de, em 2021, a Moody's ter subido a notação de *rating* de Portugal, de Baa3 para Baa2, com *outlook* estável e, em agosto e setembro de 2022, as agências de *rating* Standard & Poor's e DBRS Ratings terem subido, respetivamente, a notação de BBB para BBB+ e de BBB (high) para A (low), reafirmando o *outlook* estável. Foram destacados pelas agências como fatores positivos o desempenho orçamental de Portugal, que tem superado sucessivamente o dos países com *rating* semelhante, e também o dos pares europeus, e a trajetória de contínua redução da dívida de médio prazo.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Durante 2022, a subida acentuada da inflação e a sua persistência a nível global levou os principais bancos centrais a iniciarem o processo de normalização das suas políticas monetárias. Assim, a Reserva Federal norte-americana iniciou, em março, a subida da sua taxa de juro diretora (*fed funds*), encontrando-se no final de dezembro e, após vários aumentos, no intervalo de 4,25%-4,50%. A FED definiu, na reunião de maio de 2022, e reafirmou ao longo do ano, o plano iniciado em junho, de reduzir o seu balanço, através da diminuição do ritmo das compras líquidas de ativos num montante total de USD 47,5 mil milhões por mês (USD 17,5 mil milhões em “MBS” e USD 30 mil milhões em “Treasuries”) nos três primeiros meses e, a partir de setembro, acelerar o ritmo e passar a uma redução num total de USD 95 mil milhões por mês (USD 60 mil milhões para “Treasuries” e USD 35 mil milhões para “MBS”).

O Conselho do BCE iniciou, igualmente, em julho de 2022, pela primeira vez desde 2011, a subida das taxas de juro diretoras do Eurosistema. Após os vários aumentos e à data de dezembro, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez encontrava-se nos 2,75%, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento nos 2,5% e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito nos 2%. Em relação ao programa de compra de ativos devido à emergência pandémica (PEPP, na sigla inglesa), o BCE anunciou na sua reunião de junho e reafirmou em dezembro que pretendia continuar o reinvestimento dos reembolsos de capital dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do programa até, pelo menos, ao final de 2024. Paralelamente, na reunião de dezembro, os dirigentes do BCE reafirmaram que a partir de março de 2023, a carteira do programa de compra de ativos (APP, na sigla inglesa) iria ser reduzido a um ritmo comedido e previsível, deixando de reinvestir uma parte dos reembolsos de capital de títulos vincendos. Esta diminuição ascenderia, em média, a EUR 15 mil milhões por mês até ao final do segundo trimestre de 2023, e o seu ritmo subsequente seria determinado com o tempo. O BCE mostrou-se, no entanto, flexível, afirmando que continuaria a acompanhar as condições de financiamento e de “stress financeiro”, atuando sempre que existam ameaças à transmissão da política monetária que comprometam a estabilidade de preços.

Neste contexto, a “USLibor a 3 meses” apresentou uma tendência crescente logo no primeiro trimestre do ano, registando 0,317% em janeiro de 2022, para atingir um máximo de 4,779% em novembro, e 4,769% no mês de dezembro. Este movimento foi o reflexo da política monetária mais restritiva adotada pela FED, com base no seu compromisso de controlar a inflação e levá-la para níveis próximos dos 2%. A Euribor a 3 meses registou, igualmente, uma tendência ascendente ao longo de todo o ano, tendo, a 14 de julho de 2022, entrado em terreno positivo pela primeira vez desde abril de 2015, com o valor mais alto do ano, de 2,202%, a ser atingido em dezembro. As taxas Euribor começaram a subir mais significativamente desde 4 de fevereiro, depois do Banco Central Europeu (BCE) ter sinalizado a subida das suas taxas de juro diretoras, devido à necessidade de conter o aumento da inflação na Zona Euro.

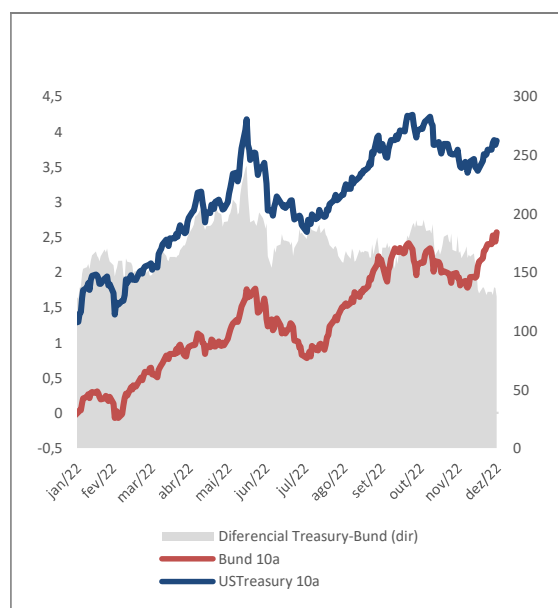
A tendência das taxas de juro de longo prazo foi similar nestas economias, com o diferencial entre os EUA e a Alemanha a apresentar uma trajetória tendencialmente crescente na primeira metade do ano, atingindo um máximo de 241 p.b em junho de 2022, mas a abrandar no quarto trimestre com um spread de 129 p.b.. Não obstante, as taxas registadas no mercado norte-americano permaneceram acima das taxas da Zona Euro. Nos dois primeiros trimestres do ano, a generalidade dos países da área do euro registou uma evolução semelhante nos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – os spreads de Portugal, Espanha e Itália face à Alemanha, que apresentaram um alargamento, em termos globais. Na segunda metade do ano, em particular Portugal, registou um ligeiro decréscimo face ao

primeiro semestre, enquanto que apenas no último trimestre, Espanha e Itália registaram reduções semelhantes a Portugal, -8,1 p.b, -10,6 p.b e -8,3 p.b., respetivamente.

Relativamente ao mercado cambial, observou-se uma grande volatilidade desde o início do ano, refletindo a instabilidade, inicialmente ainda relacionada com as repercussões do COVID-19 e, posteriormente, com as condições de incerteza do mercado decorrentes da guerra na Ucrânia. Neste contexto, a nota de maior destaque vai para a tendência verificada de desvalorização do euro face ao dólar, com o euro, no início do ano, a valer 1,1368 dólares, e em julho a atingir a paridade, algo que já não acontecia há cerca de duas décadas. No terceiro e quarto trimestres, o euro continuou a tendência de depreciação em relação ao dólar, cotando mesmo abaixo da paridade até início de novembro, tendo recuperado depois e terminado o ano nos 1,0702. Em relação à libra esterlina, o euro demonstrou, igualmente, uma grande volatilidade ao longo de 2022, tendo-se verificado uma valorização do euro desde o início de dezembro e até ao final do ano. No que respeita ao renminbi, apesar das alterações mais suaves registadas no mercado cambial, verificou-se uma ligeira valorização do euro durante o último trimestre do ano.

Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo

(%, esq) (p.b., dir)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 - Taxas de câmbio

(moedas contra o euro)



Fonte: Bloomberg

2. Financiamento do Estado

2.1. Estratégia de Financiamento

A gestão do financiamento e da dívida pública está subordinada aos princípios definidos na Lei-quadro da Dívida (Lei n.º 7/98, de 3 de fevereiro), devendo assegurar o financiamento requerido pela execução orçamental, de forma a minimizar os custos diretos e indiretos numa perspetiva de longo prazo e a