

## 1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

### 1.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO

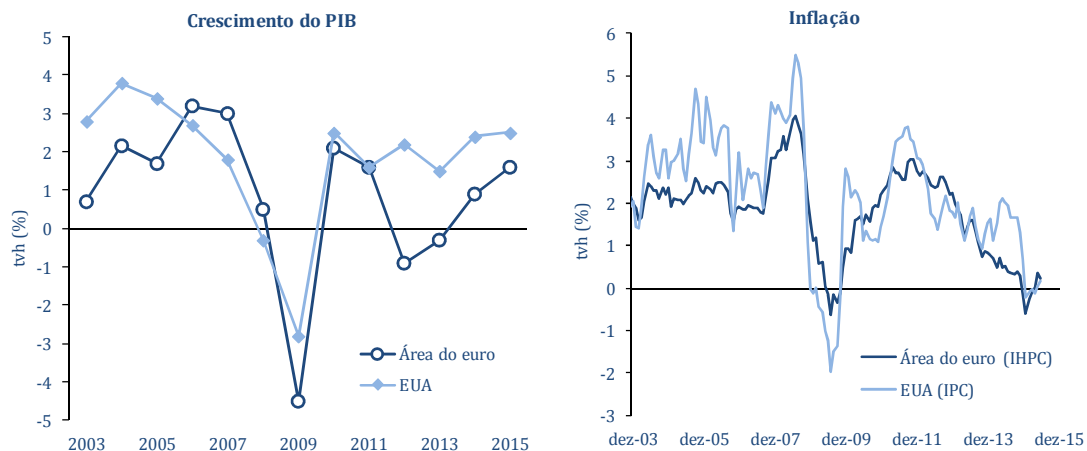
Em 2015 a atividade económica permaneceu relativamente contida. O crescimento nas economias emergentes e nas economias em desenvolvimento abrandou pelo quinto ano consecutivo, ao passo que nas economias avançadas prosseguiu uma recuperação modesta da atividade. As estimativas mais recentes do FMI apontam para um crescimento da economia mundial de 3,1% em 2015, o que representa uma diminuição de 0,3pp face ao observado no ano anterior.

Nos EUA, o crescimento médio do PIB situou-se em 2,5% (0,1pp acima de 2014), com a economia a manter um ritmo de crescimento sólido no conjunto do ano, apesar do início de ano mais fraco (que se deveu principalmente a fatores pontuais).

A recuperação económica na área do euro continuou a um ritmo moderado, suportada pelos estímulos monetários, uma política fiscal neutra e pelos baixos preços do petróleo. Assim verificou-se um crescimento de 1,6% em 2015 (0,9% em 2014), refletindo uma recuperação relativamente forte da economia espanhola (3,2%) e também, embora de forma menos marcada, da economia francesa (1,1%). Contudo, o elevado nível de endividamento do setor privado continuou a limitar uma recuperação mais forte do investimento e do consumo privado em muitos países da área do euro.

Os países emergentes e em desenvolvimento voltaram a influenciar desfavoravelmente a atividade económica global, com a desaceleração da China a apresentar-se como o fator mais relevante.

**Gráfico 1 - Crescimento real do produto e evolução do nível geral de preços**



Fonte: CE e Eurostat

Fonte: Eurostat e Bureau of Labor Statistics

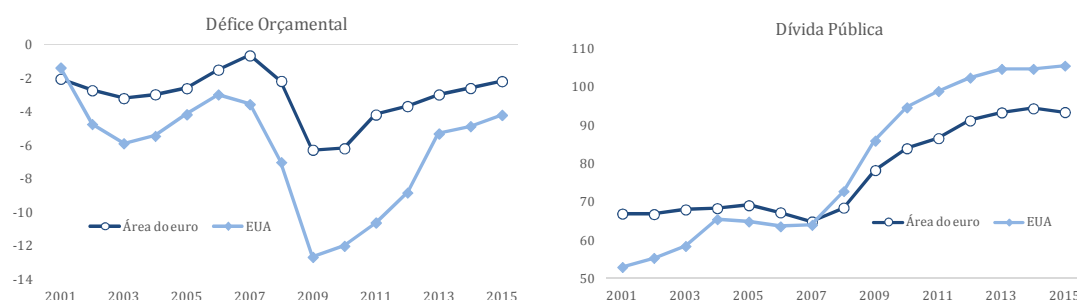
A inflação manteve-se reduzida nas economias avançadas e bastante abaixo do objetivo dos bancos centrais. Depois de uma recuperação ligeira na primeira metade do ano, a inflação na área do euro voltou a cair para valores próximos de zero, num contexto de novas descidas dos preços da energia e de uma ligeira apreciação do euro. Assim sendo, a inflação média fixou-se em 0,1% durante o ano 2015, uma descida de 0,3pp face a 2014. Nos EUA, a inflação média anual manteve-se também em níveis baixos, refletindo os baixos preços da energia e dos bens importados, fixando-se em 1,5% em 2015, 1,5pp abaixo do valor de 2014.

A recuperação da atividade, ainda que moderada, tem sido acompanhada por uma melhoria do mercado de trabalho. Nos EUA, as previsões mais recentes apontam para uma redução da taxa de desemprego de 5,3% da população ativa em 2014 para 4,8% em 2015, com a economia a revelar-se bastante dinâmica na criação de novos postos de trabalho. Na área do euro, a evolução observada na taxa de desemprego continua a sinalizar uma melhoria gradual das condições no mercado de trabalho, antecipando-se que esta diminua de 11,6% em 2014 para 11,0% em 2015.

As finanças públicas na área do euro e na UE mantiveram a trajetória de melhoria iniciada desde 2010, num contexto de recuperação da atividade económica e de taxas de juro em níveis historicamente baixos. Em 2015, o défice das administrações públicas diminuiu para 2,2% do PIB na área do euro, face a 2,6% em 2014. Nos EUA, o défice também evoluiu favoravelmente, tendo diminuído de 4,9% do PIB em 2014 para 4,2% em 2015.

No que diz respeito ao rácio da dívida pública sobre o PIB, 2015 foi o ano em que foi possível inverter a trajetória de subida do *stock* de dívida na área do euro, tendo-se registado uma ligeira redução do pico registado em 2014 de 94,5% para cerca de 93,5% em 2015. O mesmo não se verificou nos EUA, onde a dívida voltou a subir, ainda que marginalmente, de 104,8% em 2014 para 105,6% em 2015.

**Gráfico 2 - Déficit orçamental e dívida pública nos países avançados**  
(em percentagem do PIB)

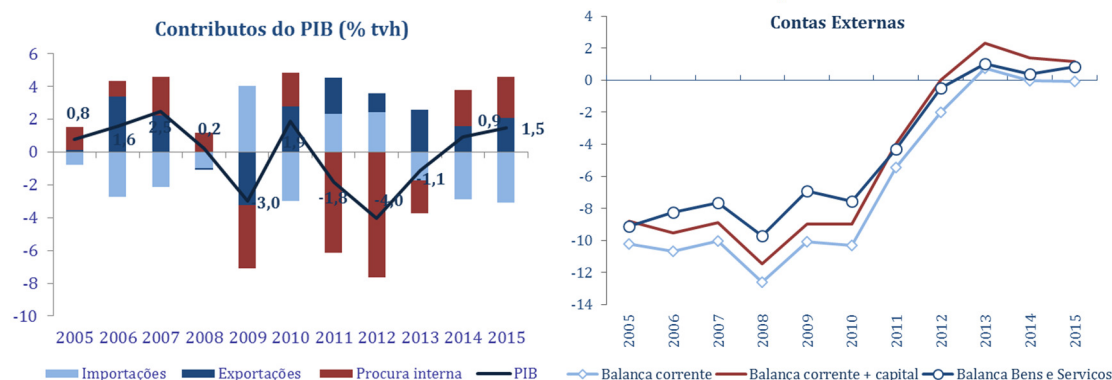


Fonte: Comissão Europeia

Em 2015, a economia portuguesa confirmou o cenário de recuperação gradual da atividade económica iniciado no ano anterior, com a economia a evidenciar um ritmo de crescimento análogo ao da área do euro, pelo segundo ano consecutivo. Em termos médios anuais, o PIB cresceu 1,5% no conjunto do ano, acelerando 0,6pp face ao verificado no ano precedente e 0,1pp abaixo da área do euro. A recuperação da atividade foi suportada pelo dinamismo da procura interna, com particular destaque para o comportamento do consumo privado.

O contributo das exportações líquidas foi negativo, refletindo um crescimento das importações mais forte do que o registado ao nível das exportações. Ainda assim, a balança de bens e serviços manteve-se superavitária pelo terceiro ano consecutivo (0,8% do PIB), refletindo uma melhoria sustentada dos termos de troca nos últimos anos. Da mesma forma, a capacidade de financiamento da economia tem-se mantido relativamente estável em valores positivos, tendo terminado o ano de 2015 em 1,1% do PIB.

**Gráfico 3 - Crescimento económico e contas externas em Portugal**



Fonte: INE

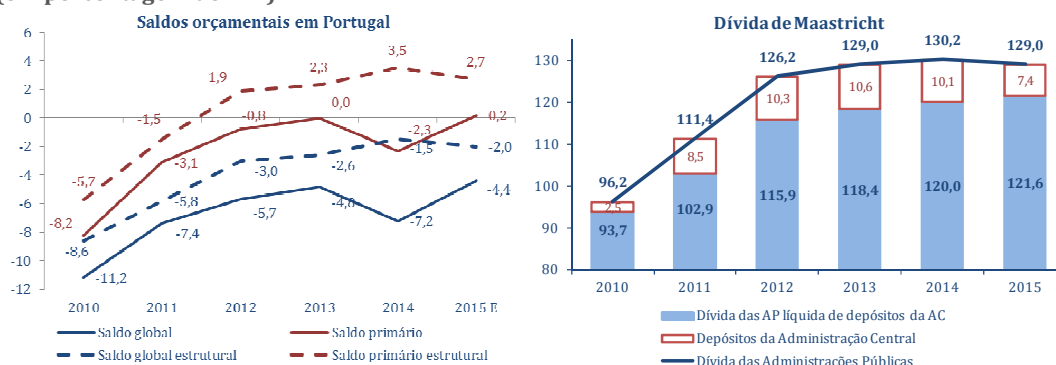
As condições no mercado de trabalho mantiveram a tendência de melhoria iniciada em 2013, com a taxa de desemprego a diminuir de 13,9% da população ativa em 2014 para 12,3% em 2015.

No que diz respeito à evolução dos preços, o contexto de reduzidas pressões inflacionistas tanto internas como externas, tem ditado um cenário de baixa inflação também em Portugal. Com efeito, após a redução de 0,2% em 2014, a taxa de variação média anual do IHPC recuperou ligeiramente para 0,6% em 2015, evolução que reflete o comportamento da componente não energética, já que os preços dos bens energéticos registaram uma queda durante o ano 2015.

Em termos setoriais, verificou-se uma diminuição da capacidade de financiamento das famílias (de 2,7% para 0,8% do PIB), das sociedades financeiras (de 5,1% para 4,2%) e das sociedades não financeiras (de 0,7% para 0,6%), que foi em grande medida compensada pela melhoria da situação das administrações públicas, uma vez que o défice se reduziu de 7,2% para 4,4% do PIB (3,0%, excluindo o impacto da medida de resolução aplicada ao Banif).

A trajetória positiva das contas públicas refletiu uma melhoria do saldo primário de -2,2% para 0,2% do PIB (1,5% excluindo o Banif), registando-se assim o primeiro superávit primário desde 1997. Esta evolução, a par do crescimento do PIB nominal de 3,4% e da redução do saldo de depósitos, permitiu o início de uma trajetória de descida da dívida pública, que se fixou em 129,0% do PIB no final de 2015 (menos 1,2pp que no final do ano anterior).

**Gráfico 4 – Finanças públicas em Portugal**  
(em percentagem do PIB)



Fonte: INE

## 1.2. POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADOS FINANCEIROS

A política monetária, apesar de permanecer globalmente acomodatória, apresentou tendências diferentes ao longo de 2015, tornando-se sucessivamente mais expansionista na área do euro, ao passo que nos EUA a *Fed* deu início a um processo de subida de taxas.

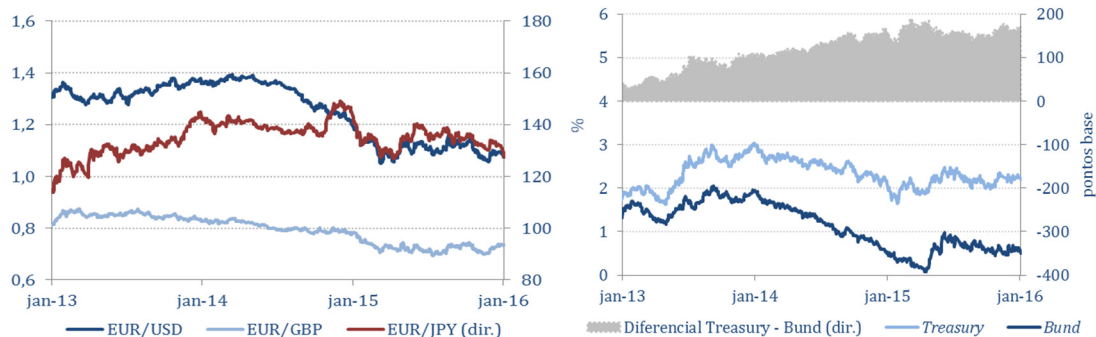
Dada a melhoria generalizada das perspetivas económicas e do mercado de trabalho, a Reserva Federal decidiu na última reunião de 2015 iniciar o ciclo de subidas de taxas, apesar da inflação continuar longe do objetivo de 2%.

Por outro lado, o BCE, face à descida da taxa de inflação para valores negativos, decidiu anunciar um programa de aquisição de dívida pública (*Public Sector Purchase Programme - PSPP*), que teve início em março. Inicialmente estava previsto que o programa durasse até setembro de 2016, mas foi entretanto prolongado até março de 2017, dado o reduzido impacto sobre a inflação que o programa tinha tido até final do ano.

Dado o contraciclo entre as políticas adotadas pelo BCE e pela *Fed*, o euro manteve uma tendência de depreciação face ao dólar sobretudo no primeiro trimestre do ano, registando uma desvalorização anual de mais de 11,4%. Em relação à moeda inglesa o euro depreciou-se 5,5% e face ao iene 10,9%. Face ao DSE, cabaz de moedas em que estão denominados os empréstimos do FMI, a moeda europeia registou uma depreciação de aproximadamente 6,2%, o que contribuiu

para aumentar o *stock* de dívida, valorizado em euros antes de coberturas cambiais, em cerca de EUR 1,9 mil milhões ao longo de 2015 (ver secção 2.3).

**Gráfico 5 - Evolução das principais taxas de câmbio e taxas de juro a 10 anos**



Fonte: Bloomberg

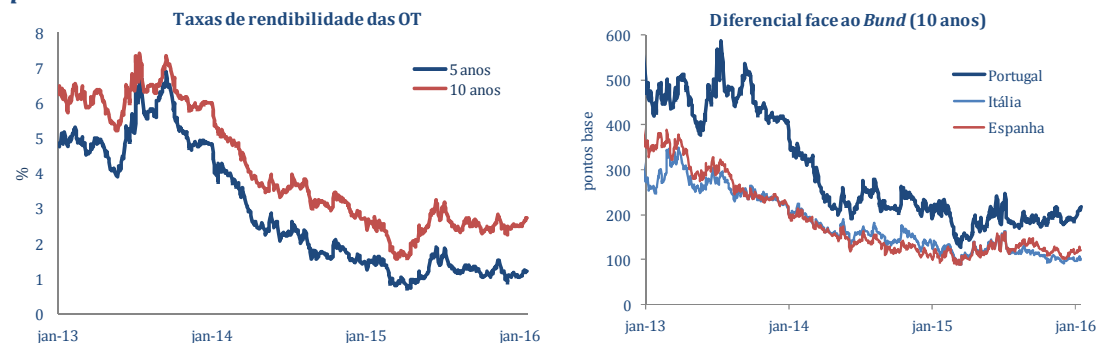
Os mercados monetários europeu e norte-americano refletiram as políticas monetárias do BCE e da *Fed* respetivamente. Por um lado a Euribor a 3 meses continuou numa trajetória descendente, terminando o ano em mínimos históricos de -0,013%, ao passo que a Libor teve o comportamento oposto, terminando o ano em 0,62%, valor mais elevado desde 2009.

No primeiro trimestre de 2015 verificou-se uma tendência de descida generalizada das *yields* dos títulos de dívida de referência na área do euro, em linha com a implementação do *PSPP* por parte do BCE, com o *Bund* a 10 anos a atingir mínimos históricos de 0,074%, em abril. Em abril e maio observou-se uma correção significativa do nível de taxas, num período de menor liquidez do mercado secundário, a que se seguiu um período de relativa estabilidade, com o *Bund* a 10 anos a terminar o ano acima dos valores de final de 2014 (0,63% vs 0,54%).

O *Treasury* a 10 anos teve um comportamento idêntico ao do *Bund* ao longo de 2015, com uma descida, ainda que menos pronunciada, no início do ano, atingindo um mínimo de 1,64% em janeiro. Tendo em conta a posterior correção, o *Treasury* terminou o ano em 2,27% (que compara com 2,17% em final de 2014). Assim, o diferencial *Treasury-Bund* fixou-se em 164pb no final do ano, idêntico ao valor de 163pb registado no final de 2014.

Em simultâneo, os *spreads* dos países periféricos da área do euro prolongaram a trajetória de estreitamento, e embora na segunda metade de 2015 se tenha assistido a alguma correção desta tendência, os *spreads* terminaram o ano em valores abaixo do final de 2014.

**Gráfico 6 - Evolução das taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública portuguesa e de *spreads* de soberanos da área do euro face ao *Bund***



Fonte: Bloomberg

O mercado de dívida pública portuguesa, em 2015, ficou marcado por uma redução significativa das taxas de juro e um estreitamento do *spread* face ao *Bund* no primeiro trimestre do ano. Esta trajetória foi em grande medida corrigida em abril e maio, tendo o *spread* OT-*Bund* registado uma

relativa estabilização na segunda metade do ano. Assim, o diferencial OT-*Bund* a 10 anos terminou o ano em níveis próximos dos verificados no final de 2014.

Beneficiando do contexto de taxas de juro baixas o IGCP pagou antecipadamente parte do empréstimo do FMI, amortizando DSE 5,1 mil milhões em março e DSE 1,5 mil milhões em junho, e alongar a maturidade média da carteira, emitindo inclusive um novo *benchmark* a 30 anos (OT 4,1% fev 2045).