

1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

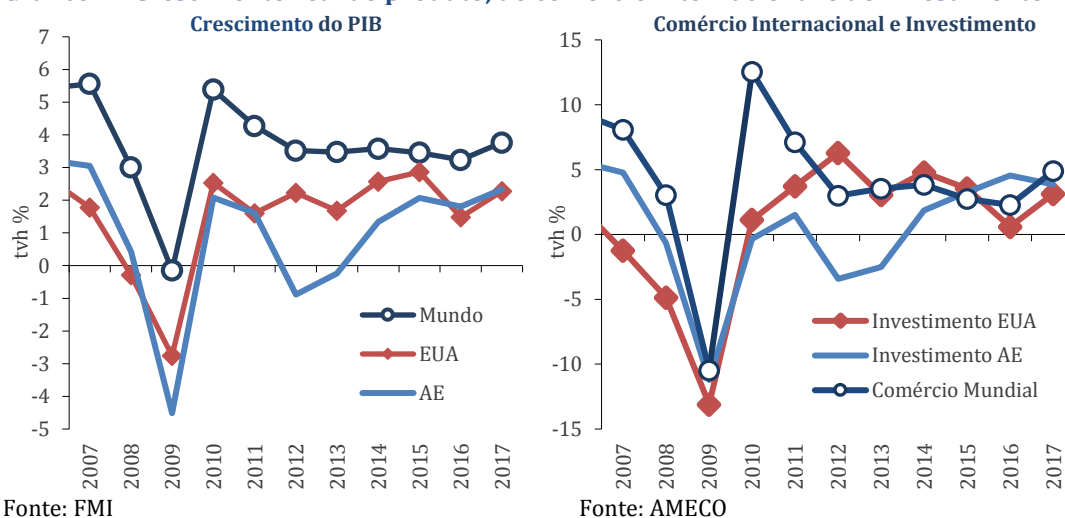
1.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO INTERNACIONAL

O ano de 2017 ficou marcado por uma forte aceleração do ritmo de crescimento económico à escala global. De acordo com as estimativas mais recentes do FMI, a atividade económica mundial cresceu 3,8% em termos reais em 2017 (3,2% em 2016), alcançando o ritmo de crescimento mais elevado desde 2011. Esta evolução foi suportada por um forte crescimento do comércio internacional (4,9%, também o ritmo mais elevado desde 2011) e por uma recuperação do investimento, sobretudo nas economias mais avançadas.

A aceleração foi observada na generalidade das áreas geográficas, mas foi mais acentuada nas economias avançadas: o crescimento real do PIB fixou-se em 2,3% tanto nos EUA (vs 1,5% em 2016), como na área do euro (vs 1,8% em 2016), alcançando no segundo caso o valor mais elevado desde 2007, o último ano completo antes da grande crise financeira global.

Nas economias avançadas, o aumento do investimento foi o principal responsável pela aceleração do ritmo de crescimento da atividade económica, o que não será alheio à recuperação dos índices de confiança para próximo de máximos históricos, à manutenção de políticas monetárias ainda acomodáticas do ciclo, e a uma retoma do mercado de crédito, num contexto de um maior equilíbrio dos balanços das sociedades não financeiras.

Gráfico 1 - Crescimento real do produto, do comércio internacional e do investimento



Neste contexto, o mercado de trabalho voltou a refletir uma melhoria significativa, com a taxa de desemprego a reduzir-se para valores próximos do observado antes da crise: nos EUA a taxa de desemprego média situou-se em apenas 4,4% da população ativa, um valor já inferior à generalidade das estimativas da taxa de desemprego natural (em torno de 4,5%), e na área do euro fixou-se em 9,1%, o valor mais baixo desde 2008.

A inflação aumentou em 2017, em consonância com um hiato do produto mais positivo e com a inversão da evolução dos preços das matérias-primas, que acompanharam o maior dinamismo da procura global. Ainda assim, a inflação manteve-se em linha com os objetivos dos bancos centrais: nos EUA a inflação medida pelo IPC fixou-se em 2,1% (1,3% em 2016) e na área do euro em 1,5% (0,2% no ano anterior).

Na área do euro, as finanças públicas também beneficiaram da melhoria da atividade económica, o que permitiu acelerar o ritmo de consolidação orçamental: o défice diminuiu pelo quarto ano consecutivo, passando de 1,5% do PIB em 2016 para 0,9% em 2017, o que se traduziu numa redução da dívida pública para 86,6% do PIB, menos 2,3p.p. do que no ano anterior. Já nos EUA, a

política orçamental parece estar a adotar um comportamento pro-cíclico, com o défice a aumentar pelo segundo ano consecutivo, fixando-se em 4,6% do PIB, o valor mais elevado desde 2012, e a dívida a subir para 107,8% do PIB, uma tendência que se deverá agravar nos próximos anos, com a implementação da reforma fiscal aprovada no final do ano.

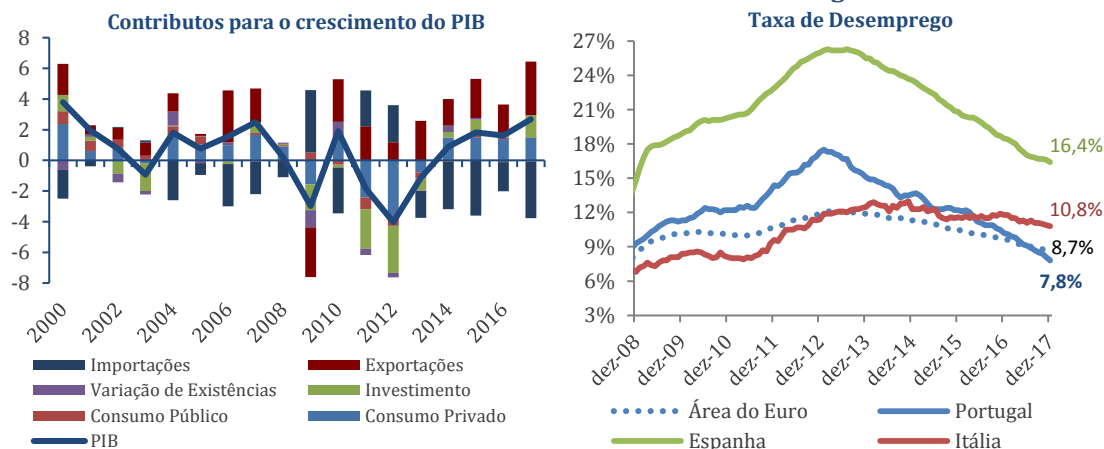
1.1. ECONOMIA PORTUGUESA

A economia portuguesa também beneficiou da melhoria da conjuntura internacional, com o PIB a crescer 2,7% (vs 1,6% em 2016), o ritmo de crescimento mais elevado desde 2000, em resultado de uma aceleração do investimento e das exportações.

Com efeito, o investimento cresceu 9% em 2017, refletindo uma evolução positiva de todas as suas componentes, com destaque para o comportamento sólido do investimento em máquinas e equipamento já observado desde meados de 2014 e para a recuperação significativa da construção. As exportações cresceram 7,9%, em linha com o observado para as importações, suportadas em grande medida pelos serviços, em particular o turismo, mas também por exportações de bens, continuando a verificar-se uma tendência de melhoria da quota de mercado das exportações portuguesas junto dos principais parceiros comerciais.

Simultaneamente, o consumo privado continuou a crescer a um ritmo próximo de 2%, suportado pela melhoria consistente do mercado de trabalho. A taxa de desemprego continuou a descer a um ritmo constante, fixando-se em apenas 8,1% da população ativa no último trimestre do ano (face a 11,1% no final de 2016), em resultado de um crescimento robusto do emprego, a um ritmo superior a 3%.

Gráfico 2 – Crescimento económico e mercado de trabalho em Portugal



Fonte: INE

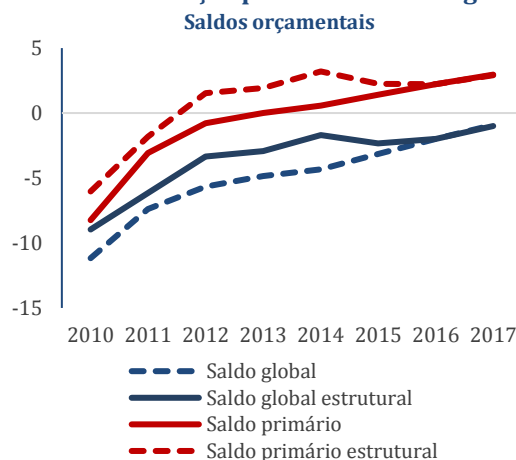
Fonte: Eurostat

A melhoria da atividade económica, e do mercado de trabalho em particular, traduziu-se num aumento significativo da receita fiscal e numa redução das prestações sociais, que permitiu acelerar a trajetória de consolidação orçamental. Assim, o défice orçamental reduziu-se de 2,0% do PIB em 2016 para 0,9% em 2017 (excluindo a operação de capitalização da CGD), com o saldo primário a alcançar 3,0% (novamente excluindo a capitalização da CGD), o máximo histórico de desde 1992.⁸

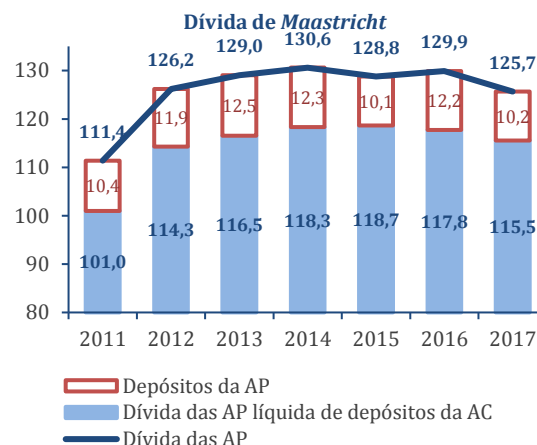
A dívida pública refletiu estes desenvolvimentos, tendo registado uma redução de mais de 4p.p. do PIB ao longo do ano, fixando-se em 125,7% do PIB no final de 2017.

⁸ De acordo com séries longas do Banco de Portugal 1947-1995.

Gráfico 3 – Finanças públicas em Portugal



Fonte: INE



Fonte: Banco de Portugal

A melhoria da situação macro-financeira da economia portuguesa foi reconhecida pelas principais instituições internacionais, com o Conselho Europeu a fechar, em junho de 2017, o Procedimento por Défice Excessivo que estava em aberto contra Portugal desde 2009, após recomendação da Comissão Europeia.

Alguns meses mais tarde, duas das principais agências de *rating* (*S&P* e *Fitch*) anunciaram a melhoria da notação de crédito de Portugal para um nível de investimento, com uma repercussão muito positiva. A última das principais agências de notação financeira a manter Portugal abaixo do nível de investimento (a *Moody's*) reconheceu, ainda assim, os progressos alcançados, tendo melhorado a perspetiva de 'estável' para 'positiva', sendo expectável que possa decidir melhorar o *rating* no decorrer de 2018.

1.2. POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADOS FINANCEIROS

A política monetária dos principais bancos centrais registou uma maior divergência em 2017. Por um lado, a Reserva Federal norte-americana prosseguiu de forma mais decisiva o ciclo de subida de taxas – anunciou três subidas de 25p.b. ao longo do ano, colocando o intervalo para a taxa dos *fed funds* entre 1,25% e 1,5% no final do ano –, em coerência com a situação de pleno emprego já observada no mercado de trabalho e a gradual aceleração da inflação. Por outro lado, o BCE manteve inalteradas as suas taxas diretoras em mínimos históricos e estendeu o programa de aquisição de ativos financeiros (pelo menos até setembro de 2018), ainda que com um volume de compras mensais menor – passou de EUR 80 mil milhões para EUR 60 mil milhões em abril de 2017, e seguidamente para EUR 30 mil milhões a partir de janeiro de 2018.

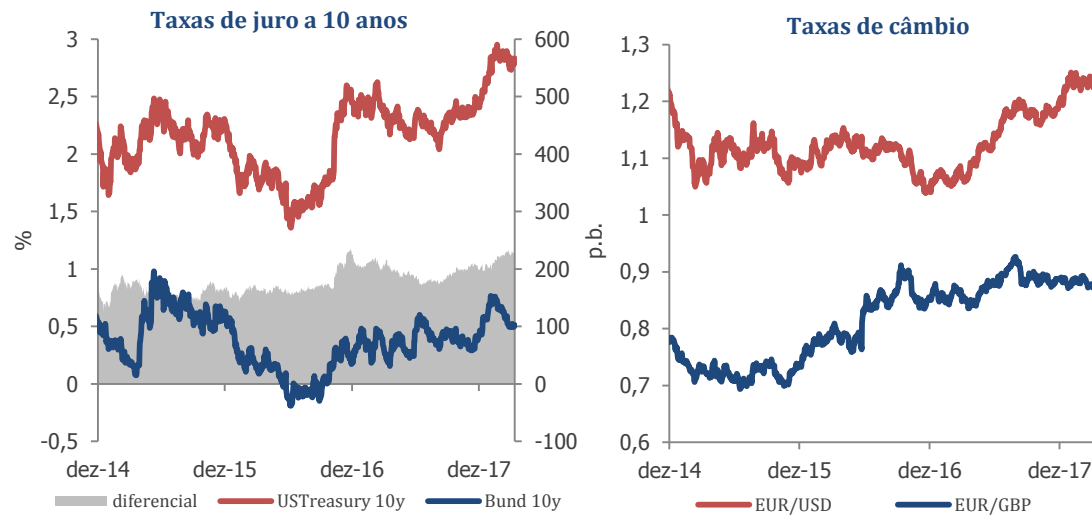
Neste contexto, não é de estranhar que as taxas de juro de curto prazo tenham registado uma evolução díspar, com a *USLibor* a 3 meses a subir de forma acentuada, de 1,0% no início de 2017 para quase 1,7% no final do ano, ao passo que a *Euribor* a 3 meses se manteve praticamente inalterada em torno de -0,3%.

A tendência de evolução das taxas de juro de longo prazo foi semelhante, embora menos acentuada e mais volátil. Com efeito, no início do ano as taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos registaram mesmo uma correção da acentuada subida observada no final de 2016 – que ficara associada a um aumento significativo das expectativas inflacionistas após a vitória de Donald Trump nas eleições Presidenciais.

Em relação ao mercado cambial, a nota de maior destaque vai para a tendência de depreciação do dólar norte-americano, uma evolução de certa forma surpreendente, tendo em consideração o alargamento do diferencial de taxas de juros entre os EUA e a área do euro. No entanto, a manutenção das taxas de juro de longo prazo e conseqüente redução da inclinação da curva de

rendimentos, são sintomas de alguma incerteza em relação à robustez da recuperação económica e ao ritmo de normalização das taxas de juro de curto prazo, o que poderá estar na base do comportamento da divisa norte-americana. Em 2017, o euro registou também uma tendência de apreciação face à libra, embora de forma menos expressiva do que o verificado no ano anterior (sobretudo após a votação do *Brexit*).

Gráfico 4 – Taxas de juro de longo prazo e taxas de câmbio



Fonte: Bloomberg

A conjuntura económica favorável, acentuada pelo anúncio de saída do PDE e pela recuperação do grau de investimento em duas das três principais agências de *rating*, tiveram um impacto muito favorável no prémio de risco da dívida pública portuguesa, que recuou para mínimos desde 2010 (ver análise mais detalhada na secção 2.2 e caixa 2.3).