1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

Em 2019, o crescimento mundial abrandou pelo segundo ano consecutivo, registando o valor mais baixo desde a quebra de 2009[12]. De acordo com as estimativas do FMI de outubro[13], a atividade económica mundial cresceu 3% em termos reais em 2019, após um aumento de 3,6% em 2018. Esta evolução reflete uma nova travagem do comércio internacional (1,1% em 2019, após 3,6% em 2018 e 5,7% em 2017) e um aumento contido do investimento[14], que acelerou na área do euro (para 4,3%) mas estabilizou nos EUA (0,8%).

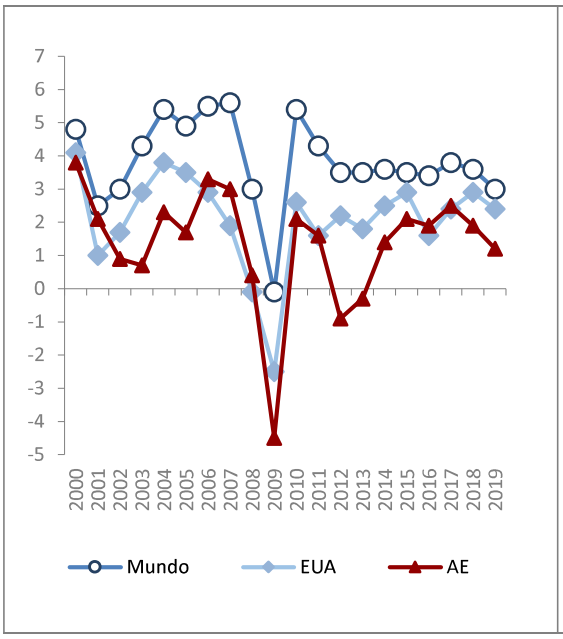
A desaceleração da economia global em 2019 foi transversal às economias avançadas e às economias emergentes: o crescimento real do PIB fixou-se em 2,4% nos EUA (2,9% em 2018), 1,2% na área do euro (1,9% em 2018) e 6,1% na China (6,6% em 2018). A tendência estendeu-se ainda a outras economias, como o Reino Unido, a Índia, a Rússia e o Brasil.

O cariz acomodatício da política monetária na área do euro e nos EUA, num momento em que se antecipava o início da normalização, ajudou a conter o impacto de tensões comerciais, políticas e sociais. Nos EUA, o crescimento foi impulsionado pela procura interna, em particular pelo consumo privado, beneficiando da confiança dos consumidores e da solidez do mercado de trabalho. Na área do euro, a produção industrial manteve-se em território negativo ao longo do ano, refletindo o abrandamento do comércio internacional, mas o dinamismo do setor dos serviços compensou parcialmente este efeito.

[12] O presente documento considera a informação estatística e as previsões macroeconómicas disponíveis a 31 de março de 2020.
[13] À data de 31 de março de 2020, a última base de dados completa publicada pelo FMI reportava a outubro de 2019. Em janeiro de 2020, o FMI divulgou uma atualização das previsões do PIB para as principais economias e regiões, sendo de destacar a revisão em baixa do crescimento em 2019 na economia mundial (2,9%) e nos Estados Unidos (2,3%). O FMI reviu também em baixa o crescimento esperado em 2020 na economia mundial e na generalidade das economias avançadas.
[14] Ao longo do documento, as referências ao "investimento" correspondem à componente de formação bruta de capital fixo.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial

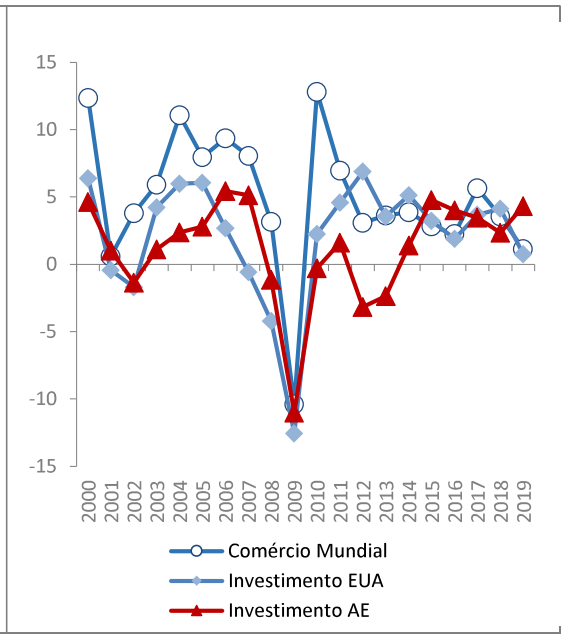
(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2019).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional

(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2019) e AMECO (novembro 2019).

Apesar da desaceleração do crescimento, as condições no mercado de trabalho mantiveram-se globalmente favoráveis. Nos EUA, a taxa de desemprego reduziu-se para 3,5% da população ativa em dezembro de 2019, continuando a distanciar-se dos 4,5% geralmente apontados como a taxa de desemprego natural, e a criação de emprego prosseguiu a um ritmo muito positivo. Na área do euro, o mercado de trabalho também continuou a evoluir favoravelmente, com a taxa de desemprego a fixar-se em 7,4% em dezembro de 2019 – uma redução homóloga de 0,4 p.p., para o registo mais baixo desde 2008.

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, o FMI estima um abrandamento da inflação em 2019, situando-se em 1,5% nas economias avançadas (2,0% em 2018). Na origem deste comportamento estarão duas tendências: uma repercussão incompleta nos preços finais da recuperação dos salários e uma evolução contida dos preços das matérias-primas. De acordo com o FMI, a inflação nos EUA, medida pelo Índice de Preços no Consumidor, fixou-se em 1,8% (2,4% em 2018), e na área do euro em 1,2% (1,8% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI admite evoluções díspares na área do euro e nos EUA. Em média, os dezanove países da moeda única terão registado um ligeiro agravamento do saldo orçamental (para um défice de 0,9% em 2019), embora a dívida pública mantenha uma tendência de redução (para 83,9% do PIB, menos 1,5 p.p. do que no ano anterior). Nos EUA, a política orçamental transita para um cariz neutro, resultando na estabilização do défice orçamental (5,6% do PIB em 2019) mas não impedindo novo aumento do *stock* de dívida, para 106,2% do PIB.

1.2. Economia Portuguesa

A crescente abertura da economia portuguesa torna a sua evolução indissociável da conjuntura internacional. Num contexto global de abrandamento em 2019, o PIB português avançou 2,2% (que compara com 2,6% em 2018). Com o registo do último trimestre do ano (taxa de variação homóloga de 2,2%), o ciclo de expansão económica alargou-se para 25 trimestres consecutivos de crescimento, sendo o mais longo desde a adesão de Portugal à moeda única.

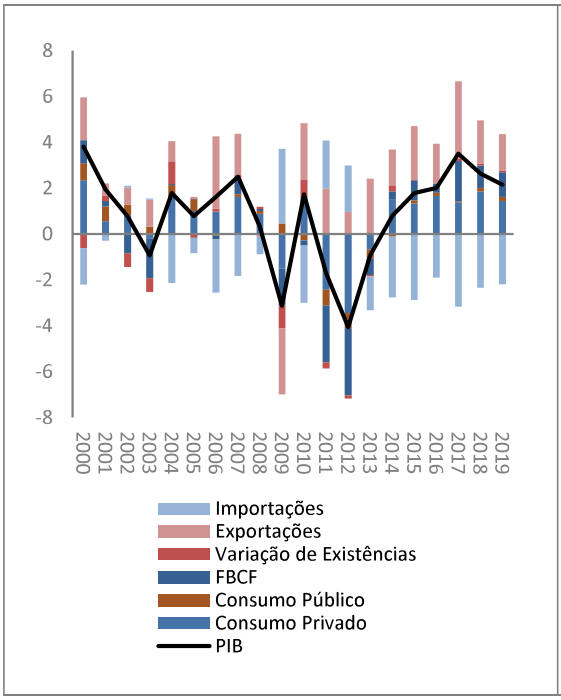
Por componente, o contributo da procura interna manteve-se sólido no ano de 2019, alicerçado no bom desempenho do investimento, uma vez que o consumo privado registou um abrandamento. Em detalhe, o consumo privado avançou 2,2% em 2019 (-0,7 p.p. do que em 2018), beneficiando sobretudo da dinâmica favorável no mercado de trabalho e do aumento do rendimento disponível. Por sua vez, a Formação Bruta de Capital Fixo cresceu 6,3%, acelerando face à taxa de 5,8% no ano transato.

Por outro lado, a procura externa registou uma evolução negativa, em resultado de um abrandamento das exportações (3,7% vs. 4,5% em 2018) superior ao das importações (5,2% vs. 5,7%). No final do ano, porém, a aceleração marcada das exportações de bens sinalizava uma inversão de tendência, tendo suportado um contributo positivo da procura externa para o PIB no último trimestre de 2019 (1,2 p.p.).

Simultaneamente, o mercado de trabalho continuou a exibir um comportamento positivo. De acordo com o INE, a taxa de desemprego fixou-se em 6,5% da população ativa em termos anuais, tendo diminuído 0,5 p.p. relativamente a 2018. A média anual da taxa de desemprego jovem (15-24 anos) atingiu 18,3%, decrescendo 2 p.p. face a 2018. Estes desenvolvimentos beneficiaram de um crescimento anual da população ativa de 0,4%.

Gráfico 3 – Crescimento económico, Portugal

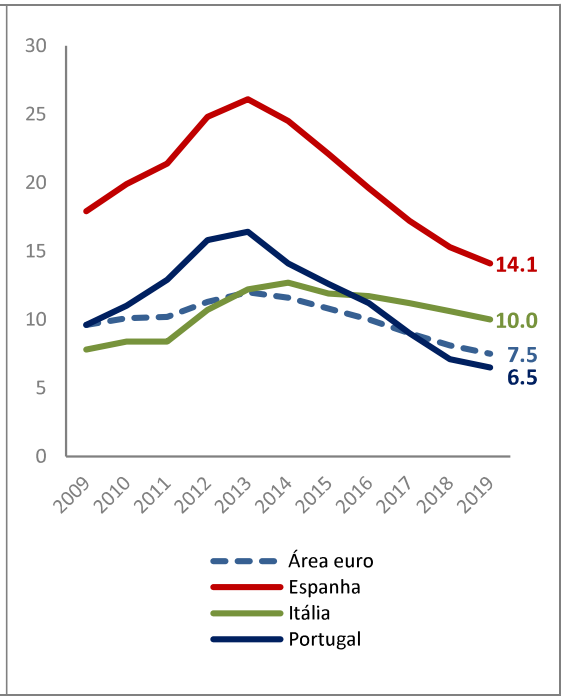
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 – Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)



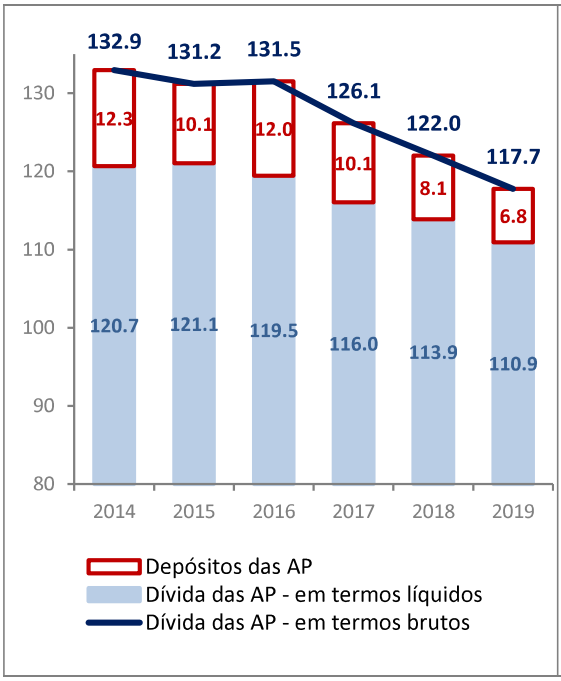
Fonte: Eurostat

Em 2019, Portugal registou o primeiro excedente orçamental em período democrático (0,2% do PIB, em contas nacionais). A evolução relativamente a 2018, em que o saldo orçamental se fixou em -0,4% do PIB, resultou de um crescimento da receita corrente superior ao da despesa corrente (3,9% e 2,7%, respetivamente). O comportamento da receita beneficiou da contínua melhoria da atividade económica e da situação no mercado de trabalho. Do lado da despesa, o crescimento das prestações sociais e das despesas com pessoal foi parcialmente compensado por uma diminuição expressiva dos juros (-7,5%). Neste quadro, o saldo primário registou um novo aumento, fixando-se em 3,2% do PIB em 2019 (+0,3 p.p. face ao ano anterior).

A dívida pública na ótica de Maastricht manteve a trajetória decrescente, fixando-se em 117,7% do PIB no final de 2019. Este valor traduz uma redução anual de 4,3 p.p. do PIB e, importa salientar, uma redução acumulada de 15,2 p.p. face ao pico registado em 2014 (132,9% do PIB). A dinâmica da dívida pública manteve-se assente na evolução positiva do designado "efeito bola de neve" (mediante a robustez do crescimento nominal e a redução da taxa de juro implícita) e na melhoria do saldo orçamental primário.

Gráfico 5 – Dívida das Administrações Públicas segundo a ótica de Maastricht, Portugal

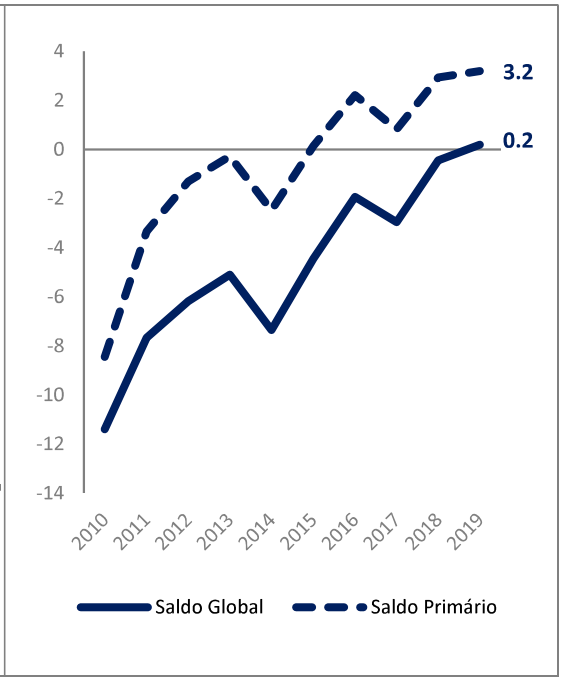
(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal, INE

Gráfico 6 – Saldos Orçamentais, Portugal

(% PIB)



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

Fonte: INE

A manutenção de um crescimento económico sustentado e a melhoria da situação das finanças públicas possibilitaram um ano especialmente favorável para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018. A *Standard&Poor's* melhorou o *rating* em um *notch* (BBB- p/ BBB) em março de 2019 e atribuiu um *outlook* positivo na segunda janela do ano, em setembro. A *DBRS* começou por melhorar o *outlook* em abril, elevando a notação num patamar (BBB p/ BBB(high)) em outubro, com *outlook* estável. A Fitch melhorou o *outlook* para positivo em maio, mantendo a notação (BBB) e esta perspetiva na avaliação de novembro. A *Moody's* apenas se pronunciou em agosto, conferindo um *outlook* positivo à notação atribuída em 2018

(Baa3). Assim, a República Portuguesa terminou o ano de 2019 com três *outlooks* positivos num total de quatro, sinalizando uma avaliação globalmente favorável das agências de *rating* relativamente à situação e perspetivas da economia portuguesa.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Os principais bancos centrais prosseguiram uma tendência acomodatícia em 2019, contrariando a expectativa de início de normalização da política monetária. Em julho, a Reserva Federal norte-americana determinou o primeiro corte da taxa de juro de referência desde 2008 (25 p.b.). Seguiram-se mais dois cortes nas reuniões de setembro e outubro (também de 25 p.b.), colocando a taxa dos *fed funds* entre 1,5% e 1,75%. Na última reunião do ano, a Reserva Federal decidiu manter o intervalo de referência, em coerência com a evolução positiva da economia (com uma taxa de crescimento moderada e um mercado de trabalho robusto). Também no mês de julho, o Conselho de Governadores do BCE alterou o discurso, sinalizando a iminência de um novo pacote de estímulos, em resposta à persistência de uma inflação contida, à moderação do crescimento económico e ao prolongamento da incerteza a nível global. Esta intenção confirmou-se na reunião de setembro, com um programa de estímulos abrangendo a generalidade das ferramentas ao dispor do BCE: (i) redução da taxa de juro de facilidade de depósito para -0,50%, a par da implementação de um sistema de secções/*tiering* pelo qual apenas parte da liquidez paga aquela taxa; (ii) retoma, a partir de novembro, das compras líquidas de ativos a um ritmo mensal de EUR 20 mil milhões; (iii) eliminação da referência temporal para um primeiro aumento de taxas e para o término das compras líquidas de ativos; (iv) alteração das modalidades da nova série, com início em setembro, de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas trimestrais (ORPA direcionadas III, *TLTRO-III* na sigla inglesa).

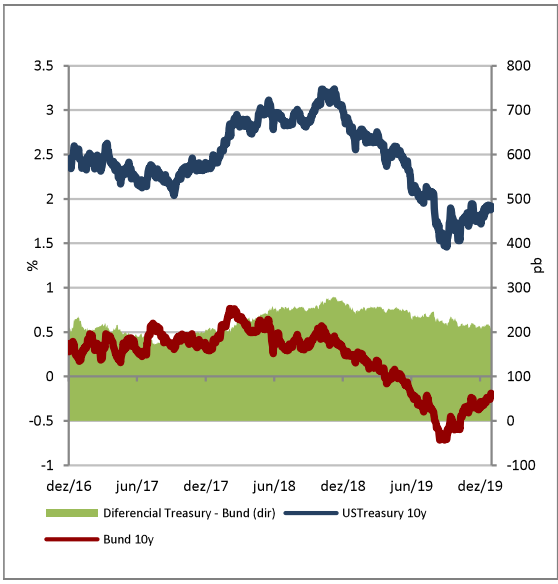
Neste contexto, a *USLibor* a 3 meses registou um decréscimo acentuado, de 2,8% no início de 2019 para 1,9% no mês de outubro, permanecendo em torno desse valor até ao final do ano. A Euribor a 3 meses diminuiu de forma mais ténue, oscilando entre -0,3% e -0,4% ao longo do ano 2019.

A tendência das taxas de juro de longo prazo foi similar nestas economias ainda que com um diferencial de cerca de 200 p.b. entre os EUA e a Alemanha, sendo que as taxas registadas no mercado norte-americano permanecem distantes do ambiente de taxas negativas na Europa. Nos Estados Unidos, as taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos registaram uma tendência de decréscimo até setembro, apresentando uma tendência de subida no último trimestre do ano, associada à melhoria das expetativas de crescimento de longo prazo. Na União Europeia, também o *Bund* atingiu valores mínimos no final de agosto, subindo cerca de 50 p.b. no último quadrimestre. A generalidade dos países da área do euro registou uma evolução semelhante nos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – uma redução relevante dos *spreads* de Portugal, Espanha, Itália e Grécia face à Alemanha.

Relativamente ao mercado cambial, a nota de maior destaque vai para a tendência de depreciação do euro em relação à libra esterlina a partir de agosto de 2019, após a eleição do novo primeiro-ministro britânico, Boris Johnson, invertendo a ligeira desvalorização da libra registada desde o início do ano. Em relação ao *renminbi*, as taxas registadas foram mais instáveis, mantendo-se, no entanto, entre 7,5 e 7,9 CNY. Já em comparação com o dólar, o euro estabilizou ao longo do ano, registando valores entre 1,08 e 1,15 USD.

Gráfico 7 – Taxas de juro de longo prazo

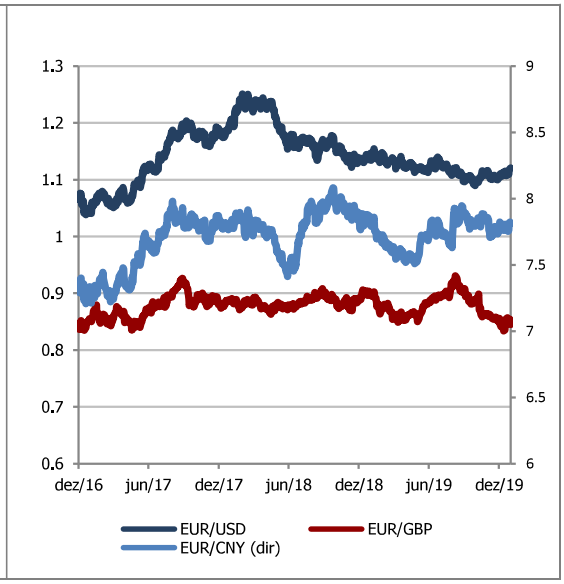
(%, esq) (p.b., dir)



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 garantir a sua distribuição de forma equilibrada pelos vários orçamentos anuais, evitando uma excessiva concentração temporal das amortizações e uma exposição a riscos excessivos.

Em 2019 as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a EUR 9,5 mil milhões, o que representa um aumento de aproximadamente EUR 2 mil milhões comparativamente a 2018. Este aumento é explicado maioritariamente pelo montante utilizado na aquisição líquida de ativos financeiros do Estado (exceto privatizações) que aumentou em EUR 1,5 mil milhões de euros.

Comparando com a previsão inicial, as necessidades líquidas de financiamento foram superiores em cerca de EUR 890 milhões. Contudo, este acréscimo foi acomodado pelo aumento das fontes de financiamento em relação ao previsto em mais de EUR 2,8 mil milhões. Este excedente resultou de uma execução mais favorável de emissões líquidas de CA/CT (EUR 1,8 mil milhões), de uma maior utilização de depósitos face ao esperado (EUR 2,3 mil milhões) e de ganhos significativos com a centralização de fundos na Tesouraria Central do Estado, incluindo via emissões de CEDIC e CEDIM (EUR 2,4 mil milhões acima do previsto). O aumento do financiamento em 2019 e a contenção das necessidades líquidas de financiamento possibilitaram a amortização de EUR 2 mil milhões de dívida à Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira (FEEF) (cf. Caixa 2).