

1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

Em 2020, a pandemia COVID-19 provocou um choque económico de dimensão global que se repercutiu com intensidades desiguais entre países e setores. As medidas de contenção da crise de saúde pública e a atitude de precaução dos agentes económicos determinaram uma queda da atividade sem precedentes, com o PIB mundial a recuar pela primeira vez desde 2009 (em que contraiu: -0,1%)¹⁰. De acordo com as estimativas do FMI de outubro¹¹, a atividade económica recuou 4,4% em termos reais em 2020, após um aumento de 2,8% em 2019. Esta evolução reflete uma travagem abrupta do comércio internacional (-10,4% em 2020, após +1,0% em 2019 e +3,9% em 2018) e uma contração do investimento¹², relativamente mais severa na Área do Euro (-11,2%) do que nos EUA (-3,6%).

A quebra de atividade em 2020 foi transversal às economias avançadas e às economias emergentes: nos EUA registou-se uma quebra do produto de 3,5% (+2,2% em 2019), na Área do Euro o PIB recuou 6,6% (+1,3% em 2019) e observou-se uma tendência similar noutras economias, como o Reino Unido, a Índia, a Rússia e o Brasil. A exceção foi a China, cuja economia acelerou 2,3% em 2020 (+6,1% em 2019).

O cariz acomodatório da política monetária na Área do Euro e nos EUA foi reforçado em 2020 com o propósito de conter o impacto do choque pandémico. Nos EUA, o choque económico foi menos intenso do que em outras economias avançadas graças a: (i) uma resposta rápida e contundente das políticas monetária e orçamental, com destaque para as medidas de apoio direto ao consumo das famílias; (ii) restrições menos severas à mobilidade; (iii) um peso contido de setores mais expostos a essas restrições; (iv) uma economia relativamente sólida antes do início da pandemia. Na Área do Euro, a quebra histórica (muito superior à que se verificou em 2009: -4,5%) deveu-se sobretudo às fortes restrições de mobilidade e atividade em resposta à forte incidência da COVID-19 no continente a partir de fevereiro. A contração da atividade em 2020 foi, todavia, desigual entre os principais pares europeus: o PIB caiu 4,9% na Alemanha, 8,1% em França, 11% em Espanha, 8,9% em Itália e 7,6% em Portugal. Esta disparidade deve-se às diferentes estruturas da economia de cada país e às medidas de contenção e de apoio económico tomadas pelos diferentes governos.

Além do reforço do estímulo monetário, a resposta de política económica à pandemia caracterizou-se pela introdução de estímulos orçamentais substanciais, em especial entre as economias avançadas. No plano europeu, merecem destaque as três redes de segurança acordadas no Eurogrupo¹³, as decisões

¹⁰ O presente documento considera a informação estatística e as previsões macroeconómicas disponíveis a 31 de março de 2021.

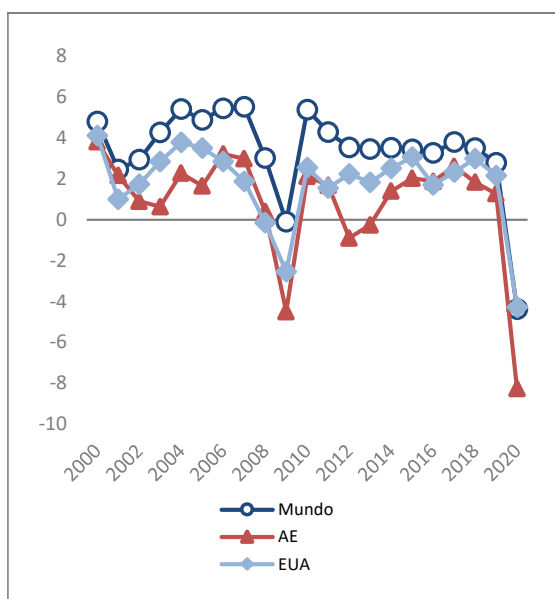
¹¹ À data de 31 de março de 2021, a última base de dados completa publicada pelo FMI reportava a outubro de 2020. Na sua atualização de janeiro, o FMI melhora ligeiramente a sua previsão para a economia mundial. O Fundo estima que em 2020 terá ocorrido uma queda do PIB global de 3,5%, quando no passado mês de outubro o número era de -4,4%. Também revê em alta o crescimento previsto para 2021, que se situa agora em 5,5%, três décimas acima das suas previsões anteriores. O fator-chave desta leitura moderadamente mais positiva são as vacinas contra a COVID-19, que irão operar num contexto de forte apoio das políticas económica e monetária. De facto, o balanço de riscos é menos unidirecional que noutras ocasiões: o FMI continua a ver riscos negativos, mas circunscreve-os ao primeiro período de 2021, enquanto num horizonte temporário mais dilatado, menciona a existência de riscos ascendentes, precisamente devido à implementação das vacinas.

¹² Ao longo do documento, referências à variável investimento correspondem à componente de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

¹³ Acordo sobre redes de segurança para os trabalhadores (SURE - instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência), para as empresas em dificuldades (*Pan-European Guarantee Fund*, do Banco Europeu de Investimento) e para os soberanos (*Pandemic Crisis Support*, do Mecanismo Europeu de Estabilidade),

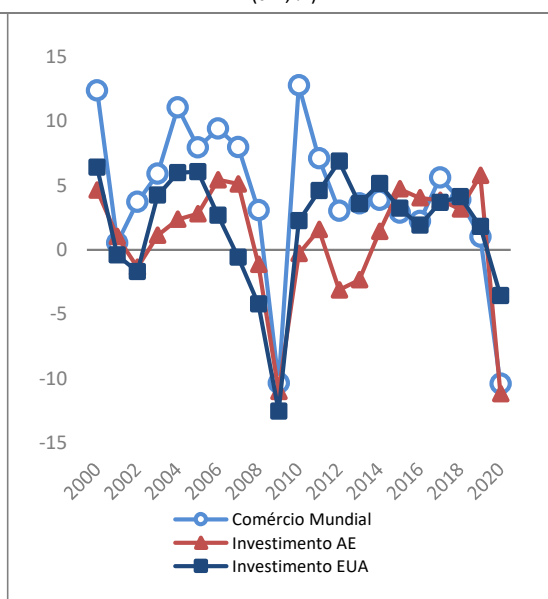
do Conselho Europeu quanto ao fundo de recuperação europeu e ao orçamento da União Europeia¹⁴ e a flexibilidade proposta pelas principais instituições num conjunto de regras, nomeadamente nos planos orçamental e financeiro¹⁵. Este conjunto de medidas teve um impacto direto no combate à crise e reforçou também os níveis de confiança, ao comprovar o empenho dos Estados-Membros em torno do projeto europeu.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial
(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2020).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional
(tvh, %)



Fonte: FMI (outubro 2020) e AMECO (novembro 2020).

As condições no mercado de trabalho ressentiram-se igualmente do choque pandémico. Nos EUA, a taxa de desemprego atingiu um pico histórico de 14,7% em abril, tendo recuperado ao longo do ano até atingir 6,7% da população ativa em dezembro de 2020, fruto de uma forte aceleração da criação de emprego na segunda metade do ano. Na Área do Euro, o mercado de trabalho também evoluiu desfavoravelmente, com a taxa de desemprego a fixar-se em 8,1% em dezembro de 2020 – um incremento homólogo de 0,7 p.p., ainda que já recuperando face ao pico registado no mês de agosto (8,7%, o registo mensal mais elevado desde dezembro de 2017).

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, o FMI estima um recuo da inflação em 2020, situando a evolução do índice geral em +0,8% nas economias avançadas (+1,4% em 2019). Na origem deste comportamento estarão duas tendências: a forte contração da procura agregada e as disrupções nas cadeias de distribuição internacionais derivadas das medidas de restrições à atividade e à própria mobilidade entre países. De acordo com o FMI, a inflação nos EUA, medida pelo Índice de

comunicado pelo Eurogrupo a 9 abril 2020 (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/04/09/remarks-bymario-centeno-following-the-eurogroup-videoconference-of-9-april-2020/>).

¹⁴ Conclusões do Conselho Europeu, 17-21 julho 2020 (<https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-finalconclusions-en.pdf>).

¹⁵ Entre as múltiplas iniciativas neste âmbito, salienta-se a ativação da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento e as orientações de supervisão e regulação bancárias emanadas pelo BCE e pela Autoridade Bancária Europeia (EBA, na sigla inglesa).

Preços no Consumidor (IPC), ter-se-á fixado nos +1,5% (+1,8% em 2019), e na Área do Euro em +0,4% (+1,2% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI projeta evoluções similares na Área do Euro e nos EUA. Em média, os 19 países da moeda única terão registado um substancial agravamento do saldo orçamental (para um défice de 10,1% em 2020, mais 9,5 p.p. do que em 2019), com a dívida pública a assinalar o primeiro aumento desde 2014 (para 101,1% do PIB, mais 17,2 p.p. do que no ano anterior). Também nos EUA a política orçamental de cariz expansionista conduziu a um aumento do défice orçamental (para 18,7% do PIB em 2020, mais 12,4 p.p. do que em 2019), que por sua vez se traduziu em novo aumento do *stock* de dívida, para 131,2% do PIB (+22,5 p.p. em termos anuais) – uma tendência que que se deverá manter nos próximos anos.

1.2. Economia Portuguesa

A economia portuguesa replicou a forte contração à escala mundial, tendo o choque pandémico afetado diretamente dois motores de crescimento: o consumo privado ressentiu-se significativamente com as restrições sociais e um comportamento mais cauteloso das famílias; as exportações sofreram uma queda abrupta mediante a retração da procura global e as limitações na cadeia de valor e no comércio mundial. No ano de 2020, o PIB português registou uma contração histórica de 7,6% (que compara com um crescimento de 2,5% em 2019). Após a queda pronunciada da atividade no primeiro semestre e uma recuperação significativa no terceiro trimestre, evidenciando a resiliência da economia, o último trimestre do ano ficou marcado pelo recrudescimento da pandemia, particularmente severo em Portugal e um contributo decisivo para novo abrandamento do produto. Ainda assim, a força da recuperação da atividade após o primeiro confinamento e o avanço progressivo da vacinação abrem perspectivas moderadamente otimistas para 2021.

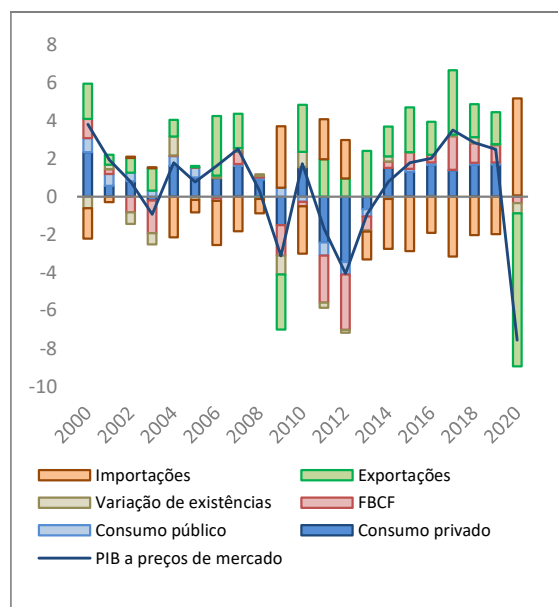
Os contributos da procura interna e externa foram negativos em 2020, tendo o primeiro atingido -4,6 p.p. (+2,8 p.p. em 2019) e o segundo -2,9 p.p. (-0,3 p.p. em 2019). Com exceção do consumo público todas as componentes registaram variações negativas. Assim, o consumo privado recuou 5,9%, a FBCF variou -1,9%, as exportações registaram -18,6% e as importações -12,0%. Na FBCF, destaca-se o facto de a construção ter mantido uma evolução positiva, avançando 4,7% em 2020 (7,2% em 2019). A forte queda das exportações resultou essencialmente da componente de serviços, que registou uma contração de 34%, reflexo do impacto da COVID-19 no turismo. As exportações de bens recuaram 11,4%, um pouco mais do que as importações de bens, que caíram 10,3%.

Neste contexto, o mercado de trabalho exibiu um comportamento surpreendentemente resiliente. De acordo com o INE, em 2020 a taxa de desemprego fixou-se em 6,8% da população ativa, tendo aumentado apenas 0,3 p.p. relativamente a 2019. As medidas de apoio ao emprego, com destaque para o *layoff* simplificado, e uma recuperação económica mais robusta do que o inicialmente previsto no terceiro trimestre do ano terão contribuído para atenuar o impacto da pandemia no mercado de trabalho. A média anual da taxa de desemprego jovem (15-24 anos) atingiu 22,6%, aumentando 4,3 p.p. face ao ano transato. A população ativa contraiu 1,7% entre 2019 e 2020, também como reflexo da especificidade da crise pandémica, que promoveu um movimento – mormente estatístico – do

desemprego para a inatividade, atentas as restrições à mobilidade e a necessidade de assistência à família¹⁶.

Gráfico 3 – Crescimento económico, Portugal

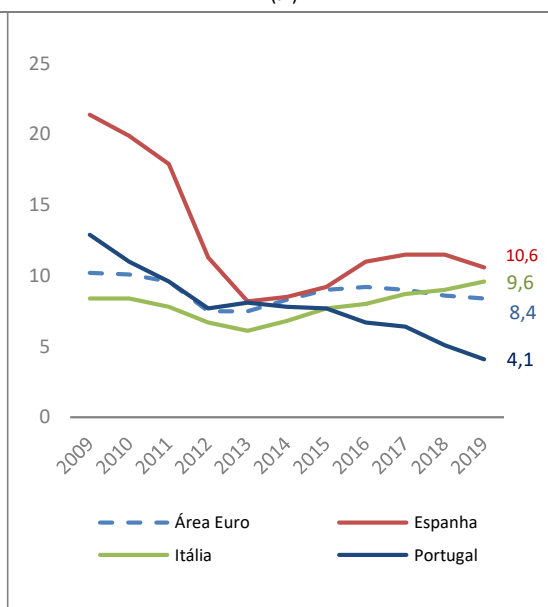
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 – Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)



Fonte: Eurostat

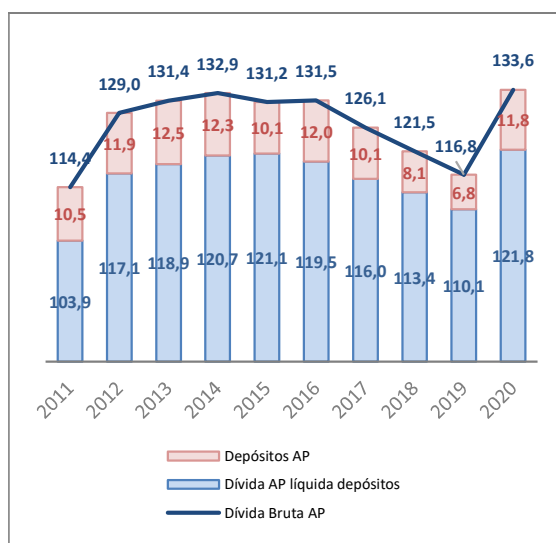
Em 2020, Portugal registou um saldo orçamental de -5,7% do PIB. A deterioração marcada relativamente a 2019, em que o saldo orçamental alcançou um excedente histórico de 0,1% do PIB, reflete as circunstâncias excecionais da pandemia COVID-19. A implementação de medidas discricionárias de apoio económico e social e a livre atuação dos estabilizadores automáticos permitiu conter o impacto do choque na atividade, mas traduziu-se numa redução da receita (5,0%) e num aumento de despesa (7,8%). O comportamento da receita é fortemente influenciado pela evolução dos impostos indiretos (contributo de -3,2 p.p.), em resultado da contração da atividade económica. Do lado da despesa, é de salientar o crescimento expressivo dos subsídios (contributo de 3,0 p.p.), no qual se reflete o impacto de uma das medidas centrais de apoio ao emprego – o *layoff* simplificado. Importa ainda referir uma nova diminuição expressiva dos encargos com juros (-8,6%), permitindo manter a tendência decrescente no peso desta rubrica no PIB, não obstante a redução marcada do denominador em 2020. Neste quadro, o saldo primário registou um défice pela primeira vez desde 2014, fixando-se em -2,8% do PIB em 2020 (uma deterioração de 5,9 p.p. face ao ano anterior).

A dívida pública na ótica de *Maastricht* interrompeu a trajetória decrescente que se verificava desde 2015, fixando-se em 133,6% do PIB no final de 2020. Este valor traduz um aumento anual de 16,8 p.p. do PIB.

¹⁶ Em termos estatísticos, os indivíduos que não procuraram ativamente trabalho no período recente e/ou que não se encontram imediatamente disponíveis para trabalhar são classificados como população inativa, em detrimento de pertencerem à classe de desempregados.

Gráfico 5 – Dívida de Maastricht, Portugal

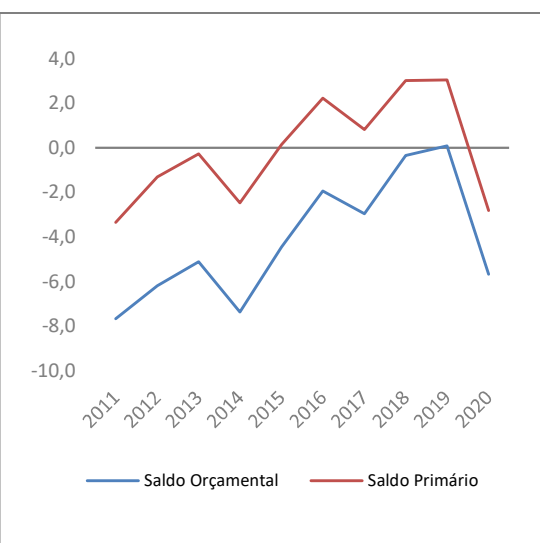
(% PIB)



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

O histórico recente em termos de robustez do crescimento económico e disciplina nas finanças públicas – repercutindo-se numa redução acumulada do rácio da dívida de 16,1 p.p. do PIB entre 2014 e 2019 – possibilitou um ano relativamente estável para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018. A Standard & Poor's manteve o rating em *BBB* (desde março de 2019), tendo revisto o *outlook* de positivo para estável em abril. A DBRS manteve o rating e o *outlook* da República (*BBB(high)*, estável), nas duas janelas de avaliação anuais. A Fitch reviu o *outlook* para estável em abril, mantendo a notação (*BBB*) inalterada ao longo do ano. A Moody's optou por não se pronunciar em 2020, vigorando a notação (*Baa3*) e o *outlook* (positivo) atribuídos em 2018 e 2019, respetivamente. Assim, a República Portuguesa terminou o ano de 2020 mantendo a sua notação financeira pelas principais agências.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

A pandemia inverteu a expectativa de início de normalização da política monetária, com os principais bancos centrais a reforçarem fortemente a tendência acomodatória em 2020. Em março, a Reserva Federal norte-americana determinou um corte da taxa de juro de referência de 150 p.b. colocando a taxa dos *fed funds* entre 0,0% e 0,25%¹⁷. Na última reunião do ano, a Reserva Federal decidiu manter o intervalo de referência, devido à melhoria das condições financeiras (bolsas em máximos e menor volatilidade) e à continuidade da recuperação económica. Também em março de 2020, o Conselho do BCE decidiu avançar com um novo programa de compra de ativos dos setores público e privado, o programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (PEPP, na sigla inglesa), com o objetivo de combater os riscos financeiros e económicos decorrentes da pandemia COVID-19. Este programa,

¹⁷ O corte global resulta de duas decisões em reuniões excepcionalmente próximas do *Federal Open Market Committee* (-50 p.b. em 3 de março, seguido de -100 p.b. em 16 de março).

inicialmente lançado com uma dotação de EUR 750 mil milhões e duração até final de 2020, juntou-se ao reforço do envelope total do programa de compra de ativos (APP) em EUR 120 mil milhões durante 2020 (decidido uma semana antes). Adicionalmente foram recalibradas as linhas de financiamento para o sistema financeiro com melhores condições (TLTRO-III, na sigla inglesa) e restabelecidas as linhas de *swap* em dólares norte-americanos (USD) com outros bancos centrais. Posteriormente, em junho, a autoridade monetária da Área do Euro decidiu reforçar o PEPP em EUR 600 mil milhões (para um total de EUR 1.350 mil milhões) e estender a sua duração até junho de 2021. Na última reunião do ano, em dezembro, o Conselho do BCE deliberou novo reforço do PEPP de EUR 500 mil milhões, perfazendo um total de EUR 1.850 mil milhões, estendendo a duração do programa até março de 2022 e decretando que o reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos no âmbito deste programa decorreria pelo menos até ao final de 2023.

Neste contexto, a US Libor a 3 meses registou um decréscimo acentuado, sobretudo no primeiro semestre (de 1,9% no início de 2020 para 0,24% no mês de julho), 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 -0,5% ao longo do ano de 2020.

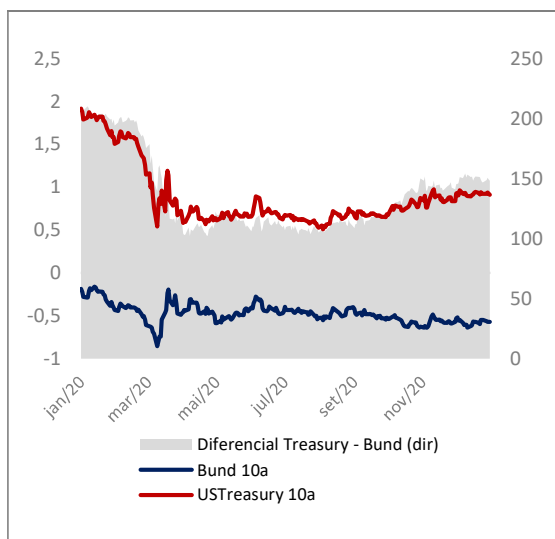
A tendência das taxas de juro de longo prazo foi similar nestas economias, com o diferencial entre os EUA e a Alemanha a estreitar no primeiro semestre, estabilizando posteriormente em torno dos 150 p.b., referência que se manteve até ao final do ano. Não obstante, as taxas registadas no mercado norte-americano 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 ligeira subida no último trimestre do ano, associada à melhoria das expectativas de crescimento de longo prazo. Na União Europeia, também a taxa do *Bund* atingiu valores mínimos em março, subindo cerca de 30 p.b. ainda no primeiro semestre e estabilizando em torno dos -50 p.b. na segunda metade do ano. A generalidade dos países da Área do Euro registou uma evolução semelhante nas taxas de rendibilidade dos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – a redução 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 apreciação do euro em relação às principais moedas: comparativamente à libra esterlina, o euro registou uma ténue valorização ao longo do ano, verificando-se um comportamento similar, ainda que mais pronunciado, face ao dólar norte-americano. Em relação ao renminbi, as taxas registadas foram mais instáveis, oscilando entre 7,5 e 8,2 CNY.

Para além dos riscos e incertezas associados à pandemia, a evolução dos mercados financeiros em 2020 foi marcada, sobretudo na parte final do ano, pela iminência de uma nova fase no relacionamento entre o Reino Unido e a União Europeia. Com efeito, embora o Reino Unido tenha cessado o estatuto de Estado-Membro a 31 de janeiro de 2020, a alteração efetiva de circunstâncias subjacente ao *Brexit* apenas ocorreu a partir de 31 de dezembro de 2020, quando terminou o período de transição (cf. Caixa 1).

Gráfico 7 – Taxas de juro de longo prazo

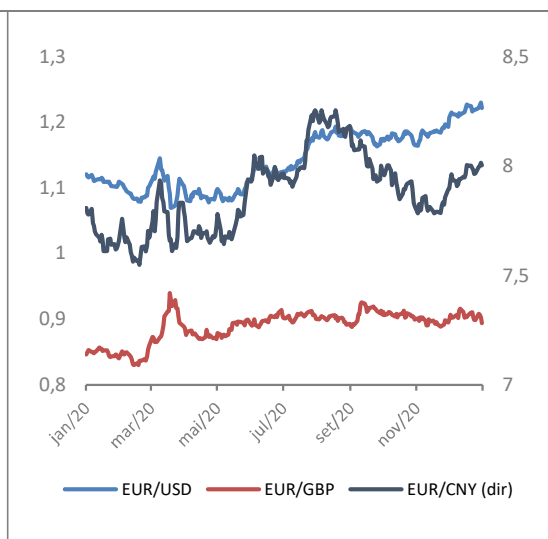
(%, esq) (p.b., dir)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 – Taxas de câmbio

(moedas contra o euro)



Fonte: Bloomberg

Caixa 1 | Impacto do *Brexit* na Gestão da Dívida Pública

No dia 31 de janeiro de 2020, o Reino Unido deixou oficialmente de fazer parte da União Europeia, após a votação nesse sentido no referendo de 2016. Até ao dia 31 de dezembro de 2020, existiu um período de transição que permitiu que as regras de acesso ao mercado e de exercício de atividade bancária por parte de entidades sediadas no Reino Unido se mantivessem em vigor.

Portugal tem 19 bancos com o estatuto de *primary dealer* (OEVTV e EBT) e oito destes estavam sediados no Reino Unido. Com a saída do Reino Unido da UE, estes bancos – que até final de 2020 se encontravam autorizados a operar em Portugal ao abrigo do regime de passaporte comunitário – deixariam de poder exercer atividade na União Europeia. Assim, estes bancos teriam de passar o seu estatuto de *primary dealer* para uma entidade sediada na UE por forma a manter a sua atividade em Portugal. No quadro seguinte tem-se o resumo deste processo.

Quadro 1 – Nova entidade dos bancos sediados no Reino Unido

Entidade sediada no RU	Nova entidade UE	País nova entidade	Data de transferência de estatuto
Goldman Sachs International Bank	Goldman Sachs Bank Europe SE	Alemanha	09/11/2020
Natwest Markets Plc	Natwest Markets N.V.	Holanda	25/11/2020
Barclays Bank PLC	Barclays Bank Ireland PLC	Irlanda	27/11/2020
Nomura International plc	Nomura Financial Products Europe GmbH	Alemanha	30/11/2020
Jefferies International Limited	Jefferies GmbH	Alemanha	01/12/2020
J.P. Morgan Securities PLC	J.P. Morgan AG	Alemanha	04/12/2020
Citigroup Global Markets Limited	Citigroup Global Markets Europe AG	Alemanha	09/12/2020
Morgan Stanley & Co. International plc	Morgan Stanley Europe SE	Alemanha	15/12/2020