

1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. Contexto Macroeconómico Internacional

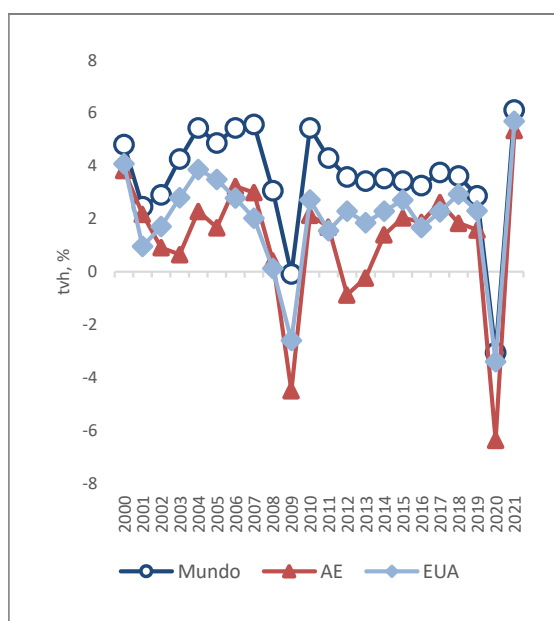
Em 2021, a pandemia COVID-19 continuou a ser determinante para a evolução da economia global. Não obstante, os desenvolvimentos positivos no processo de vacinação e a adoção de medidas de prevenção ajustadas à necessidade em cada momento epidemiológico permitiram a retoma da atividade produtiva, contribuindo para uma significativa recuperação face à queda dramática registada no ano anterior. De acordo com as estimativas do FMI de abril de 2022, a atividade económica aumentou em 6,1% em termos reais em 2021, após um decréscimo de -3,1% em 2020. Esta evolução reflete um aumento expressivo do comércio internacional (+10,1% em 2021, após -7,9% em 2020 e +0,9% em 2019) e uma expansão do investimento, relativamente mais intensa nos EUA (+6,8%) do que na área do euro (+5,2%).

A recuperação da atividade económica foi transversal às economias avançadas e às economias emergentes: nos EUA registou-se um aumento do produto de 5,7% (-3,4% em 2020), na área do euro o PIB recuperou 5,3% (-6,4% em 2020), observando-se uma tendência similar noutras economias, como Reino Unido, Índia, Rússia, China e Brasil.

O cariz acomodatório da política monetária na área do euro e nos EUA foi mantido em 2021 com o propósito de conter os impactos da pandemia, bem como possibilitar a recuperação da economia mundial. A recuperação da atividade em 2021 foi, todavia, desigual entre os principais pares europeus: o PIB aumentou 2,8% na Alemanha, 7,0% em França, 5,1% em Espanha, 6,6% em Itália e 4,9% em Portugal. Esta disparidade deve-se às diferentes estruturas da economia de cada país e às medidas de contenção e de apoio económico adotadas pelos diferentes governos.

Gráfico 1 – Crescimento económico mundial

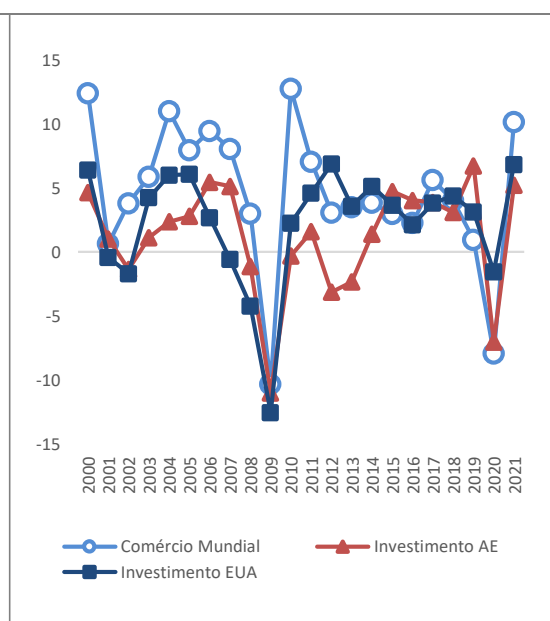
(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2022).

Gráfico 2 – Comércio e investimento no plano internacional

(tvh, %)



Fonte: FMI (abril 2022) e AMECO (novembro 2021).

As condições no mercado de trabalho também se viram reforçadas de forma significativa após o impacto inicial da COVID-19. Nos EUA, após um aumento acentuado da taxa de desemprego para 8,1% em 2020, este valor recuperou para 5,4% em 2021. Na área do euro, o mercado de trabalho também evoluiu favoravelmente, 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 2020 e uma recuperação mais acentuada em 2021. Assim, a taxa de desemprego na área do euro fixou-se em 7,7% em 2021 – um decréscimo homólogo de 0,3 p.p.

No que diz respeito à evolução dos preços nos consumidores, de acordo com os dados do FMI a inflação em 2021 nos EUA, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC), atingiu 4,7% (1,3% em 2020), o valor mais alto desde 2011 (5,1%). Na origem deste comportamento estarão maioritariamente três motivos: a rápida reabertura da economia após a pandemia, o aumento dos preços dos produtos energéticos e o efeito base, consequência da taxa de inflação ter sido particularmente baixa no ano anterior. Por sua vez, a inflação na área do euro em 2021 ter-se-á fixado em 2,6% (0,3% no ano anterior).

Na vertente das finanças públicas, o FMI projeta evoluções similares na área do euro e nos EUA. Em média, os países da moeda única terão registado uma melhoria do saldo orçamental (para um défice de 5,5% em 2020, menos 1,7 p.p. do que em 2020), com a dívida pública a registar um decréscimo face ao ano anterior (para 96,0% do PIB, menos 1,3 p.p. do que no ano anterior). Nos EUA, a melhoria das condições económicas pós pandemia resulta também numa redução do défice orçamental (para 10,2% do PIB em 2021, menos 4,3 p.p. do que em 2020) que por sua vez se traduz numa ligeira descida do stock de dívida, para 132,6% do PIB (-1,6 p.p. em termos anuais).

1.2. Economia Portuguesa

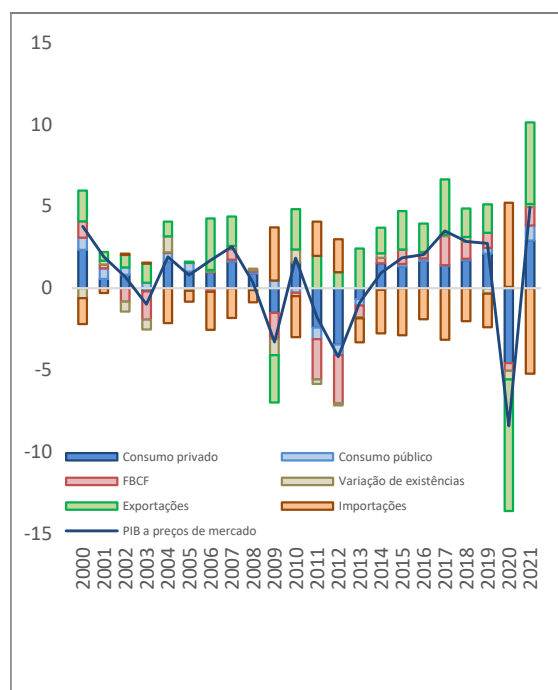
Também em Portugal foram evidentes os sinais de retoma económica, com recuperação significativa ao nível do consumo privado, exportações e investimento. No ano de 2021, o PIB português registou uma recuperação de 4,9% (que compara com uma contração de 8,4% em 2020). No primeiro trimestre do ano ainda foi registado um decréscimo homólogo de 5,3%, consequência das medidas de contenção da pandemia adotadas, em particular de um segundo confinamento, que afetou grande parte do primeiro trimestre do ano. O levantamento gradual das restrições impostas permitiu uma recuperação pronunciada da atividade no segundo trimestre, com um crescimento do PIB de 16,5% face ao registado no mesmo trimestre do ano passado, impulsionado exclusivamente pela procura interna, uma vez que a procura externa continuou a representar um contributo negativo. Na segunda metade do ano, a recuperação económica prolongou-se, com crescimento de 4,4% no terceiro trimestre e uma aceleração para 5,8% no último trimestre do ano.

Para o crescimento anual do PIB em 2021 concorreu essencialmente a procura interna, com um contributo positivo de 5,2 p.p. (-5,5 p.p. em 2020), uma vez que o contributo da procura externa continuou, tal como em 2020, a ser negativo, em -0,2 p.p. (ainda assim em menor escala do que os -2,9 p.p. em 2020). Com exceção da variação de existências, todas as componentes registaram variações positivas. Assim, o consumo privado aumentou 4,5%, a formação bruta de capital fixo (FBCF) variou 6,4%, as exportações e as importações registaram aumentos de 13,1% e 12,9%, respetivamente. Na FBCF, destaca-se o facto de a construção ter mantido a evolução positiva, avançando +4,0% em 2021 (+1,6% em 2020). A forte recuperação das exportações resultou quer da componente de serviços, que registou um aumento de 18,7%, reflexo maioritariamente da recuperação do turismo, como também das exportações de bens, que subiram em 11,1%.

Neste contexto, importa dar nota da evolução do mercado de trabalho que, não só apresentou um comportamento surpreendentemente sólido ao longo da pandemia, como reforçou a dinâmica positiva em 2021, com uma redução da taxa de desemprego de 0,4 p.p. relativamente a 2020, fixando-se em 6,6% da população ativa. Não obstante, a média anual da taxa de desemprego jovem (16-24 anos) atingiu 23,4%, aumentando 0,9 p.p. face ao ano transato. A população ativa aumentou 7,6% entre 2020 e 2021, também como reflexo da retoma da atividade económica e produtiva que permitiu a retoma da mobilidade e aumento da população ativa face ao ano de pandemia.

Gráfico 3 - Crescimento económico, Portugal

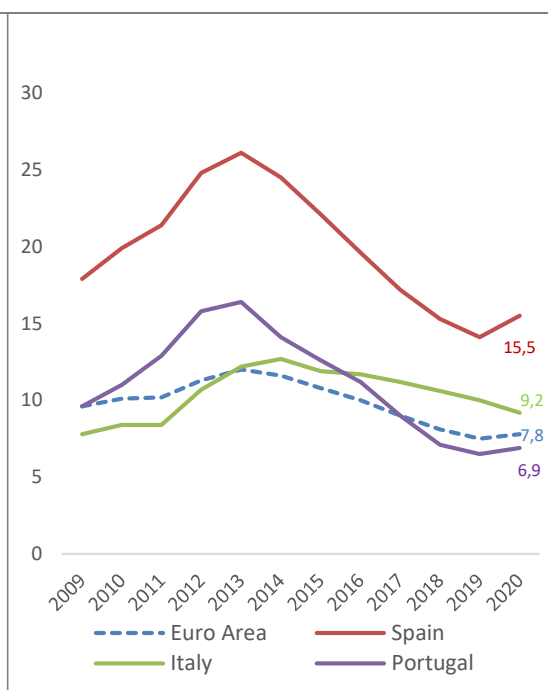
(Contributos para tvh do PIB em termos reais, p.p.)



Fonte: INE

Gráfico 4 - Taxa de desemprego, Portugal e contexto europeu

(%)



Fonte: Eurostat

Em 2021, Portugal registou um saldo orçamental de -2,8% do PIB. Ainda que em terreno negativo, esta evolução representa uma melhoria relativamente a 2020, ano em que o saldo orçamental atingiu os -5,8% do PIB, com um agravamento face ao excedente de 0,1% registado em 2019, devido às circunstâncias excecionais da pandemia COVID-19. Pese embora 2021 tenha sido marcado pela recuperação económica e sanitária, que se refletiu num aumento da receita (+10,0%), as despesas decorrentes do combate ao contágio da COVID-19, vacinação e apoios sociais especialmente associados a subsídios de doença e isolamento resultaram ainda num aumento de despesa (+3,0%). O comportamento da receita foi fortemente influenciado pela evolução dos impostos indiretos (contributo de +3,6 p.p.), em resultado da recuperação da atividade económica e das receitas de capital (contributo de +2,0 p.p.). Do lado da despesa, é de salientar o crescimento das prestações sociais (contributo de +1,1 p.p.), no qual se reflete o impacto das medidas de apoio à doença e confinamento. Importa ainda salientar uma nova diminuição expressiva dos juros (-10,8%), permitindo manter a

tendência decrescente no rácio sobre o PIB. Neste quadro, o saldo primário voltou a registar um défice, fixando-se em -0,4% do PIB em 2021 (uma melhoria de 2,5 p.p. face ao ano anterior).

A trajetória decrescente da dívida pública na ótica de Maastricht em percentagem do PIB, que se verificava desde 2015 e que foi interrompida em 2020, com o rácio a fixar-se em 135,2% do PIB no final do ano, foi retomada em 2021. Deste modo, no final de 2021, a dívida fixou-se em 127,4% do PIB, com uma redução anual de 7,8 p.p. do PIB.

Gráfico 5 - Dívida de Maastricht, Portugal

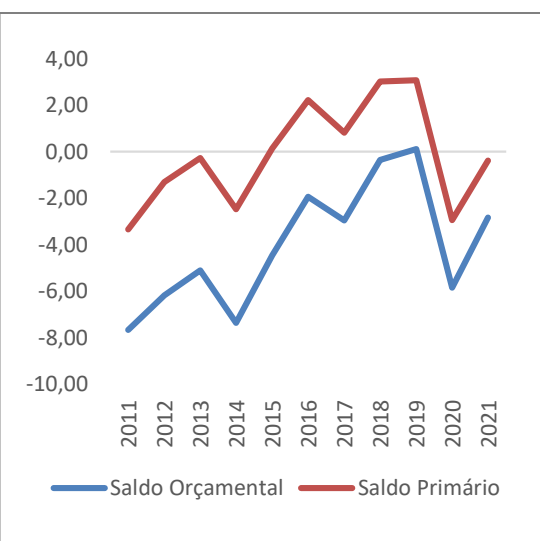
(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal, INE

Gráfico 6 - Saldos Orçamentais, Portugal

(% PIB)



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

Fonte: INE

O histórico recente em termos de solidez do crescimento económico e disciplina nas finanças públicas, que se traduziu numa redução acumulada do rácio da dívida pública 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 pontual e em menor escala do inicialmente antecipado das contas públicas em 2020 e numa recuperação da trajetória logo em 2021 que sustentou um ano relativamente positivo para a notação financeira da República Portuguesa, classificada em grau de investimento pelas principais agências desde o final de 2018.

Num contexto de incerteza, as principais agências de notação financeira mantiveram a notação financeira e a perspetiva da República Portuguesa. A *Standard&Poor's* reafirmou o *rating* em BBB (desde março de 2019) e o *outlook* estável, assim como a *Fitch*, que manteve o *rating* e o *outlook* ao longo do ano, em BBB|Estável. Também a *DBRS* conservou o *rating* e o *outlook* da República (BBB(high), Estável), nas duas janelas de avaliação anuais. A *Moody's* melhorou o *rating* em setembro de 2021, elevando a notação Baa3 para Baa2, e atribuindo um *outlook* estável. A República Portuguesa terminou assim o ano de 2021 a registar um *upgrade* da sua notação financeira pela *Moody's* e mantendo um *outlook* estável pelas restantes agências de notação financeira.

1.3. Política Monetária e Mercados Financeiros

Após uma contração significativa da economia devido à crise pandémica em 2020, a primeira metade de 2021 foi dominada por expectativas de recuperação económica acelerada durante o ano. Apesar das previsões de crescimento em alta e do otimismo reinante nos mercados de capitais, com a aproximação do final do ano, a acumulação de surpresas negativas ao nível da inflação e a deterioração da atividade decorrente das interrupções nas cadeias de fornecimento deram início ao debate sobre a possibilidade de normalização da política monetária no final de 2021, ou em 2022.

Durante 2021, a Reserva Federal norte-americana manteve a taxa dos *fed funds* inalterada entre 0,0% e 0,25% (cenário que, entretanto, já se alterou com a subida da taxa de referência realizada na reunião de março de 2022). Em novembro a *Fed* decidiu reduzir o ritmo mensal de USD 120 mil milhões de compras líquidas de ativos num montante total de USD 15 mil milhões, tendo anunciado, no mês seguinte, a aceleração da redução das compras para USD 30 mil milhões e o seu fim em março de 2022, deixando sinais claros de que deveria começar, no primeiro trimestre de 2022, a subir as suas taxas de juro de referência.

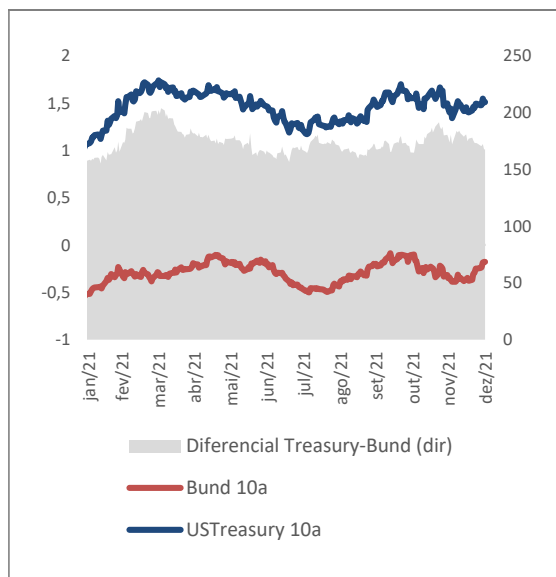
O Conselho de Governadores do BCE decidiu manter as taxas de juro inalteradas ao longo do ano de 2021 e manteve o programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (PEPP), acelerando até a compra das obrigações no segundo trimestre do ano (no entanto, estas aquisições sofreram um abrandamento no último trimestre do ano). Na reunião de dezembro de 2021, o BCE divulgou que este programa teria o seu fim em março de 2022, continuando a fase de reinvestimento até final de 2024. Para mitigar o efeito do fim deste programa, o BCE anunciou simultaneamente o aumento transitório das compras ao abrigo do programa de compra de ativos (APP), nos segundo e terceiro trimestres de 2022, retomando o ritmo normal no último trimestre de 2022.

As taxas de juro de longo prazo iniciaram uma tendência de subida em 2021, motivada pelo crescimento de expectativas de inflação e redução gradual dos estímulos de apoio à atividade económica. Embora a evolução das taxas de juro de longo prazo nos EUA e na área do euro tenha sido na mesma direção, o ritmo foi mais acelerado do outro lado do Atlântico, atingindo o diferencial entre as taxas de juro de obrigações soberanas dos EUA e Alemanha a 10 anos um máximo de 204 p.b. no dia 2 de abril de 2021. A generalidade dos países da área do euro registou um comportamento semelhante nos preços dos seus títulos, sendo de destacar – numa perspetiva anual – a estabilidade dos *spreads* de Portugal, Espanha, Grécia face à Alemanha e o alargamento ligeiro do *spread* de Itália, em particular no último trimestre do ano.

No mercado cambial, destaca-se a desvalorização do euro face às principais moedas, justificada pela divergência no ritmo de redução dos estímulos monetários nas diferentes regiões.

Gráfico 7 - Taxas de juro de longo prazo

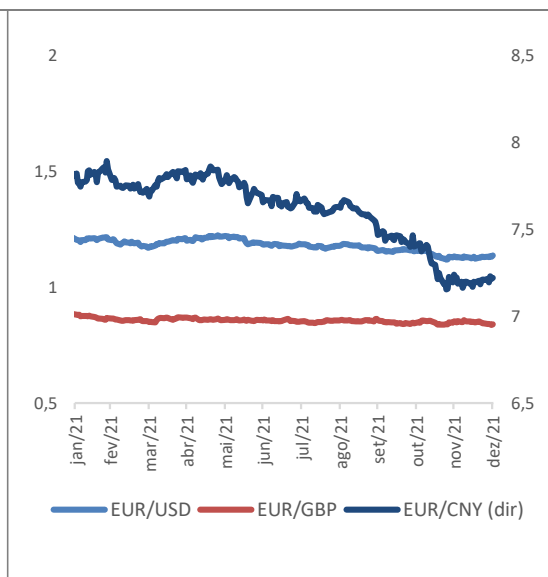
(%, esq) (p.b., dir)



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 2021, as necessidades líquidas de financiamento do Estado ascenderam a EUR 13,8 mil milhões, o que representa uma diminuição de EUR 3,1 mil milhões comparativamente a 2020. Esta diminuição é explicada maioritariamente pelo impacto da pandemia provocado pelo COVID-19 e pela necessidade de ajustar o Orçamento do Estado de 2020 (OE 2020) por via de um Orçamento do Estado Suplementar (OS2020).

Comparando com a previsão inicial, as necessidades brutas de financiamento foram superiores em EUR 1,3 mil milhões, explicadas pela realização de 2 leilões de recompra da OT em dólares, no valor de aproximadamente EUR 1,5 mil milhões (registado em outras amortizações de dívida MLP) – ver caixa 1. Por outro lado, as necessidades líquidas de financiamento foram inferiores em cerca de EUR 227 milhões, devido essencialmente a uma melhor execução orçamental, que resultou num défice abaixo do estimado inicialmente. O aumento das necessidades brutas de financiamento foi financiado pelo uso dos depósitos, reduzindo o saldo total de depósitos no final do ano face ao esperado, de EUR 10,8 mil milhões para EUR 9,3 mil milhões.