BOLETIM ECONÓMICO

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2020

MAI. 2021

BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2020

MAIO 2021

BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2021 • www.bportugal.pt

Boletim Económico | A economia portuguesa em 2020 | Maio 2021 • Banco de Portugal Av. Almirante Reis, 71 | 1150-012 Lisboa • www.bportugal.pt • **Edição** Departamento de Estudos Económicos • **Design** Departamento de Comunicação e Museu | Unidade de Design • **ISSN (*online*)** 2182-0368

Índice

I A economia portuguesa em 2020 | 5

1 Apresentação | 7

2 Enquadramento internacional | 10

Caixa 1 • A evolução da inflação e a pandemia: choques de procura *versus* choques de oferta | 16

3 Condições de financiamento | 19

Caixa 2 • Alterações nos fluxos de crédito para habitação | 27

4 Finanças públicas | 30

Caixa 3 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva | 35

5 Atividade económica | 38

Caixa 4 • PIB, consumo privado e emprego: uma perspetiva de equilíbrio geral | 44

Caixa 5 • Perda de rendimento nacional: repartição por setor institucional | 45

6 Mercado de trabalho | 48

Caixa 6 • A importância das tecnologias digitais durante a crise pandémica | 55

7 Preços | 58

Caixa 7 • Estimativas de inflação por quartis de despesa média | 62

8 Balança de pagamentos | 64

II Temas em destaque | 67

A evolução da liquidez das empresas durante a pandemia | 69

O impacto da pandemia na capitalização das empresas | 77

III Séries | 85

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2020 | 87

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2020 | 88

I A economia portuguesa em 2020

1 Apresentação

2 Enquadramento internacional

3 Condições de financiamento

4 Finanças públicas

5 Atividade económica

6 Mercado de trabalho

7 Preços

8 Balança de pagamentos

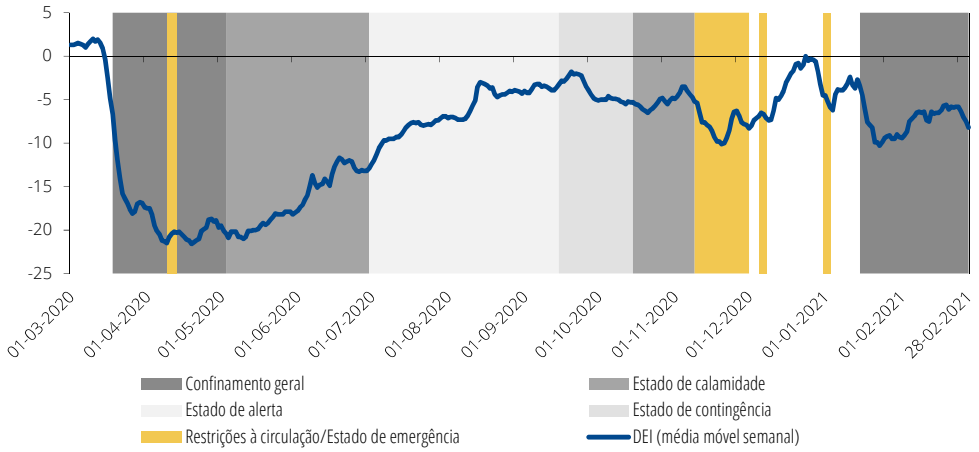
1 Apresentação

O ano de 2020 foi marcado pelo choque da pandemia COVID-19. O surto do novo coronavírus (COVID-19), que teve origem na China no final de 2019, disseminou-se rapidamente e gerou uma crise de saúde pública no mundo. A 11 de março a Organização Mundial da Saúde declarou a pandemia COVID-19.

Em Portugal, após sete anos de crescimento consecutivo, as estimativas oficiais apontam para 2020 uma queda da atividade de 7,6%, superior à queda de 6,8% na área do euro, refletindo sobretudo uma maior exposição ao turismo. A economia portuguesa foi afetada simultaneamente por perturbações na oferta e na procura. Do lado da oferta, a suspensão de algumas atividades, o encerramento parcial ou total de empresas e o fecho de fronteiras causaram disrupções nas cadeias de produção e de distribuição. Do lado da procura, foi particularmente importante a contração da procura externa, sobretudo do turismo e, em menor grau, a queda do consumo privado induzida pelos receios de contágio, pelas medidas de confinamento e elevada incerteza. As exportações de bens, após a contração no segundo trimestre, recuperaram na segunda metade do ano e registaram um ganho de quota de mercado. Por seu turno, as exportações de turismo no final do ano estavam ainda 60% abaixo do valor do final de 2019. O investimento, ao contrário de recessões anteriores, apresentou-se robusto, em particular na construção. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em máquinas e equipamentos e em material de transporte reduziu-se, sendo que a evolução mais negativa desta última componente está em parte associada à quebra da atividade no turismo.

A evolução da atividade teve um perfil intra-anual muito marcado, condicionado pela evolução da pandemia e das medidas de confinamento. A quebra mais abrupta da atividade ocorreu durante o primeiro confinamento geral (Gráfico I.1.1). Em contraste, nas fases de melhoria das condições de saúde pública e de alívio de restrições verificou-se uma recuperação rápida da atividade, ainda que parcial. O maior dinamismo foi notório no terceiro trimestre e no final do ano.

Gráfico I.1.1 • Indicador diário de atividade económica (DEI) | Taxa de variação homóloga em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e legislação. | Notas: O DEI está normalizado de tal forma que a sua média trimestral tenha a mesma média e desvio padrão da taxa de variação homóloga trimestral do PIB nos últimos anos. Para mais detalhes, ver Lourenço e Rua (2020), "The DEI: tracking economic activity daily during the lockdown", *Banco de Portugal Working Paper* No 13 e Lourenço e Rua (2021), "The Daily Economic Indicator: tracking economic activity daily during the lockdown", *Economic Modelling (forthcoming)*.

A preservação das condições de financiamento favoráveis e as medidas de apoio às empresas e famílias minoraram o impacto do choque pandémico. Nas medidas diretas destacam-se os subsídios às empresas – nomeadamente o *layoff* simplificado e o incentivo extraordinário à normalização da atividade – e a suspensão de obrigações fiscais. A política monetária acomodatícia do BCE contribuiu para a manutenção das condições favoráveis de financiamento dos bancos portugueses e a sua transmissão à economia.

As linhas de crédito com garantia pública e o regime de moratórias permitiram suprir necessidades de liquidez das empresas. Cerca de 40% do valor dos novos empréstimos a mais de um ano às empresas foram concedidos ao abrigo do regime das garantias públicas para fazer face a necessidades de liquidez imediatas ou para constituição de reservas. O regime de moratórias, introduzido logo em março de 2020, possibilitou a suspensão do pagamento das prestações ou a prorrogação dos créditos com pagamento no final do contrato. O crédito em moratória atingiu 33% do valor do crédito no segundo trimestre, proporção que se manteve até ao final do ano.

O crédito às empresas acelerou ao longo do ano. O aumento dos novos empréstimos, concedidos maioritariamente por instituições residentes, e o regime das moratórias traduziram-se numa subida do rácio de endividamento das empresas para 134,4% do PIB, mais 6,2 pontos percentuais (pp) do que no final de 2019, e um valor inferior à média da área do euro (144,6% do PIB, após um aumento de 10,7 pp).

O crédito aos particulares abrandou no segundo trimestre, mas cresceu no ano sobretudo por via do segmento da habitação. No crédito à habitação, os novos empréstimos diminuíram no primeiro semestre mas aumentaram na segunda metade do ano e o crédito neste segmento acelerou no conjunto do ano. Para tal também contribuiu a redução dos reembolsos após o início da pandemia. Por seu turno, o crédito ao consumo desacelerou ao longo de 2020, refletindo a contração do consumo privado de bens duradouros e correntes não alimentares e os critérios de concessão mais restritivos.

O rácio de endividamento das famílias aumentou 0,5 pp para 93,1% do rendimento disponível, mas as moratórias de crédito minoraram o serviço da dívida dos particulares. No final do ano, o crédito em moratória abrangia 16,1% do montante de empréstimos a particulares (17,8% no segmento habitação e 11,6% no segmento consumo e outros fins). Entre março e dezembro de 2020, o valor das prestações adiadas em moratória correspondeu a 0,7% do rendimento disponível dos particulares.

As despesas com juros das administrações públicas reduziram-se pelo sexto ano consecutivo. Com exceção das emissões realizadas no início da crise pandémica, manteve-se a tendência de redução de taxas de juro nas novas emissões. No mercado obrigacionista, os *spreads* comprimiram-se, em particular nos prazos mais longos da curva de rendimentos. O rácio da dívida pública aumentou 16,8 pp para 133,6% do PIB no final do ano. Na área do euro esse aumento foi de 14,1 pp para 98% do PIB. Em Portugal, o défice orçamental de 5,7% do PIB, a acumulação de depósitos de 4,6% do PIB e a contração do PIB de 7,6% foram os principais fatores para esse aumento.

A repartição da perda de rendimento da economia foi muito díspar entre setores institucionais e muito concentrada nas administrações públicas. O rendimento disponível nacional caiu 4,3% em termos nominais. As administrações úblicas suportaram cerca de 85% dessa perda por via dos estabilizadores automáticos e das medidas discricionárias de apoio, equivalentes a 3% do PIB. Nas empresas, essas medidas não compensaram a totalidade das perdas da atividade e o seu rendimento disponível bruto diminuiu 11,4%. No caso dos particulares, o rendimento disponível aumentou 1%, com contributos idênticos das remunerações e das prestações sociais e outras transferências correntes.

A taxa de poupança dos particulares atingiu 12,8% do rendimento disponível, um máximo desde 2002. O crescimento moderado do rendimento disponível a par da quebra acentuada no consumo privado implicaram um aumento de 5,7 pp na taxa de poupança dos particulares. Este resultado reflete um comportamento de precaução por parte das famílias num contexto de incerteza e uma poupança involuntária decorrente das limitações ao consumo.

O impacto da pandemia nas empresas foi muito diferenciado entre setores de atividade. A queda na produção dos setores artes e cultura, comércio, alojamento e restauração, transportes e armazenagem e serviços prestados às empresas foi superior a 12,5% em volume. Estes setores foram os que mais aumentaram o recurso ao crédito e beneficiaram das medidas de apoio. Pelo contrário, nos setores da construção ou das atividades de informação e comunicação a produção cresceu. A indústria registou uma quebra inicial no valor acrescentado bruto (VAB) mais acentuada do que os serviços, mas recuperou mais rapidamente na segunda metade do ano.

As medidas de salvaguarda do emprego contribuíram para conter a sua redução em 2%, menos de um terço da queda de 6,4% do VAB. No entanto, observou-se uma diminuição sem precedentes no número de horas efetivamente trabalhadas (9,2%), que se traduziu num aumento da produtividade aparente por hora trabalhada. Das medidas destinadas à preservação do emprego, destaca-se o *layoff* simplificado, que atingiu cerca de 25% do emprego por conta de outrem. No caso dos trabalhadores por conta própria e trabalho familiar, a queda do emprego e das horas trabalhadas foi superior, em particular nos setores mais expostos à crise e para os indivíduos mais jovens e com menor escolaridade. Em contraste, aumentou o número de trabalhadores com contrato sem termo, com idade superior a 45 anos e com ensino superior. Dado o aumento da inatividade, a taxa de desemprego subiu apenas 0,3 pp para 6,8%, mas a taxa de subutilização do trabalho, uma medida mais lata da subutilização dos recursos produtivos no mercado de trabalho, aumentou 1,2 pp para 13,9%.

As remunerações médias por trabalhador aumentaram 3% em 2020. Este resultado decorre do efeito composição habitualmente observado em períodos recessivos, com reduções do emprego mais acentuadas nos trabalhadores menos qualificados e com salários mais baixos, e do aumento do salário mínimo nacional. Em sentido contrário, as medidas discricionárias de apoio ao emprego e a flexibilização dos contratos de trabalho entre empresas e trabalhadores salvaguardaram o emprego, mas com remunerações menores.

O contexto pandémico foi também marcado pela descida da inflação. A taxa de inflação reduziu-se para -0,1% (0,3% em 2019) refletindo sobretudo a evolução dos preços dos bens energéticos e dos serviços. Apenas os preços dos bens alimentares apresentaram um aumento significativo, devido ao aumento da procura, disrupções na oferta e a subida dos preços internacionais destas matérias-primas.

A economia portuguesa reduziu a sua capacidade de financiamento face ao exterior. O saldo conjunto da balança corrente e de capital situou-se em 0,1% do PIB (1,2% em 2019). O défice no comércio de bens com o exterior diminuiu para 6% do PIB. Pelo contrário, a evolução do turismo e transportes internacionais refletiu-se numa redução do excedente nas trocas de serviços e determinou um défice da balança corrente de 1,2% do PIB, ao contrário do excedente médio de 0,5% observado em 2018 e 2019. Por seu turno, a balança de capital aumentou o seu saldo para 1,3% do PIB por via dos recebimentos dos fundos da União Europeia. No final de 2020, a posição de investimento internacional de Portugal manteve-se quase inalterada em termos nominais, mas deteriorou-se em rácio do PIB para -105,4% (-100,5% em 2019).

2 Enquadramento internacional

A atividade económica global sofreu uma contração forte de 3,3% e sincronizada induzida pela pandemia COVID-19, uma queda sem precedentes desde a Segunda Guerra Mundial (Quadro I.2.1).

Quadro I.2.1 • PIB mundial | Taxa de variação anual, em percentagem

	2016	2017	2018	2019	2020
Economia mundial	3,3	3,8	3,6	2,8	-3,3
Economias avançadas	1,8	2,5	2,3	1,6	-4,7
EUA	1,7	2,3	3,0	2,2	-3,5
Japão	0,7	1,7	0,6	0,3	-4,9
Área do euro	1,8	2,7	1,9	1,3	-6,7
Alemanha	2,1	2,9	1,3	0,6	-5,3
França	1,0	2,4	1,8	1,5	-8,2
Itália	1,4	1,7	0,8	0,3	-8,9
Espanha	3,0	3,0	2,4	2,0	-10,8
Reino Unido	1,7	1,7	1,3	1,4	-9,8
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	4,5	4,8	4,5	3,6	-2,2
Países europeus emergentes e em desenvolvimento	1,9	4,1	3,4	2,4	-2,0
Rússia	0,2	1,8	2,8	2,0	-3,1
Países asiáticos emergentes e em desenvolvimento	6,8	6,6	6,4	5,3	-1,0
China	6,9	6,9	6,7	5,8	2,3
Índia	8,3	6,8	6,5	4,0	-8,0
América Latina e Caraíbas	-0,6	1,3	1,2	0,2	-7,0
Brasil	-3,3	1,3	1,8	1,4	-4,1
Médio Oriente e Ásia Central	4,7	2,5	2,0	1,4	-2,9
África Subsariana	1,5	3,1	3,2	3,2	-1,9

Fontes: Eurostat, FMI e Refinitiv.

A resposta das políticas económicas na generalidade dos países mitigou os efeitos do choque pandémico. As medidas das autoridades monetárias, de supervisão e orçamentais contiveram os efeitos económicos do choque e criaram condições para a recuperação da atividade.

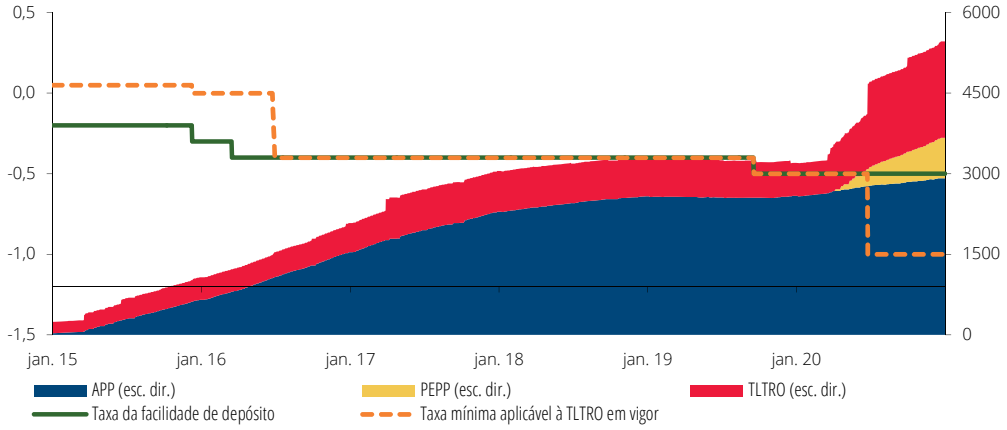
As decisões das autoridades monetárias e de supervisão evitaram disrupções nos mercados financeiros e facilitaram a provisão de crédito à economia. As reduções de taxas de juro oficiais, as compras de ativos e as operações de provisão de liquidez foram, em alguns casos, coordenadas entre bancos centrais. As autoridades de supervisão flexibilizaram o quadro regulatório, incluindo o cumprimento de requisitos de capital e liquidez e o tratamento prudencial e contabilístico de empréstimos em moratória.

O Banco Central Europeu (BCE) manteve negativa a taxa de política, aumentou e flexibilizou as suas compras de ativos e forneceu ampla liquidez em condições muito atrativas ao sistema bancário (Gráfico I.2.1). Em março, o programa de compra líquida de ativos (*asset purchase programme* – APP) foi expandido com um envelope temporário de 120 mil milhões de euros até ao final do ano e foi criado um novo programa temporário de aquisição de ativos devido à emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP), com ampla flexibilidade na execução das compras ao longo do tempo, por classes de ativos e entre jurisdições. O PEPP foi desenhado para contrariar os riscos para a transmissão da política monetária e aumentar o grau de acomodação monetária. O envelope e prazo iniciais do PEPP (750 mil milhões de euros, pelo menos até dezembro de 2020) foram expandidos em junho e em dezembro (para 1850 mil milhões de

euros, pelo menos até março de 2022). Em dezembro foi anunciado que o envelope poderá não ser totalmente utilizado dependendo das condições de financiamento prevalecentes na área do euro.

Para garantir ampla liquidez aos bancos da área do euro, o BCE decidiu: (i) recalibrar as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO III), (ii) oferecer operações adicionais de refinanciamento de prazo alargado não direcionadas, incluindo uma nova série devido à emergência pandémica, (*pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO) e (iii) flexibilizar temporariamente os critérios de elegibilidade e as medidas de controlo de risco aplicadas aos ativos de garantia. O custo de financiamento das TLTRO III pode ir até 50 pontos base (pb) abaixo da taxa da facilidade de depósito, no período entre junho de 2020 e junho de 2022. Os montantes colocados nas TLTRO III em 2020 ascenderam a 1648 mil milhões de euros, 80% dos quais na operação realizada em junho.

Gráfico I.2.1 • Política monetária do BCE: taxas de juro, programas de compras e TLTRO | Em percentagem e milhares de milhões de euros

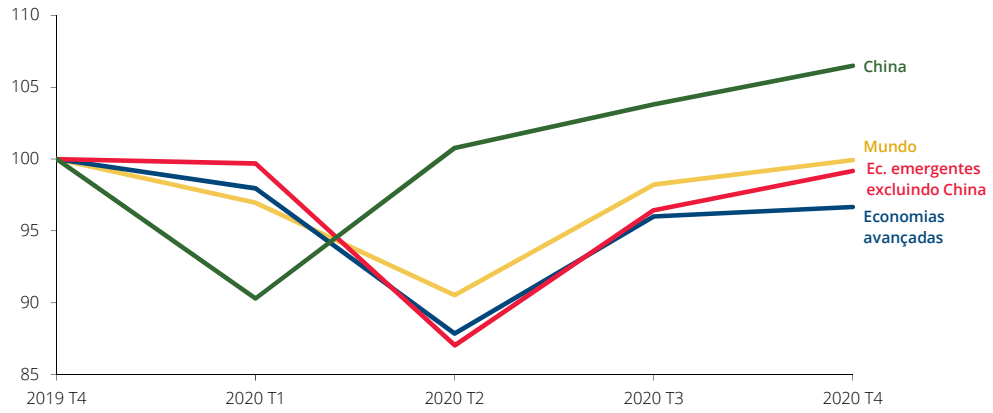


Fonte: BCE.

As medidas de política orçamental, nacionais e supranacionais, asseguraram o funcionamento dos sistemas de saúde e salvaguardaram a capacidade produtiva e o rendimento das famílias. Em abril, a União Europeia anunciou um conjunto de medidas num montante de cerca de 4% do PIB o qual incluiu despesas de saúde, financiamento através do Banco Europeu de Investimento com foco nas pequenas e médias empresas e um instrumento de apoio temporário para preservação do emprego (*support to mitigate unemployment risks in an emergency* – SURE). Em julho, foi acordado um instrumento temporário de estímulo à recuperação, o Next Generation EU, no valor de 750 mil milhões de euros (cerca de 6% do PIB da UE), que na sua maioria corresponde ao Mecanismo de Recuperação e Resiliência. Os governos dos países da área do euro adotaram medidas discricionárias de estímulo à economia que totalizaram cerca de 4% do PIB da área do euro. Adicionalmente, as garantias estatais anunciadas, que constituem responsabilidades contingentes, representaram cerca de 17% do PIB da área do euro.

A atividade mundial registou uma contração sem precedentes na primeira metade de 2020 e recuperou no segundo semestre. As economias foram afetadas de forma diferenciada, em parte refletindo a evolução da pandemia e a severidade das medidas de contenção associadas. Enquanto a economia chinesa foi afetada logo no início do ano e iniciou a recuperação no segundo trimestre, nos restantes países o choque teve maior impacto a partir de março (Gráfico I.2.2). A segunda metade do ano foi caraterizada pela recuperação.

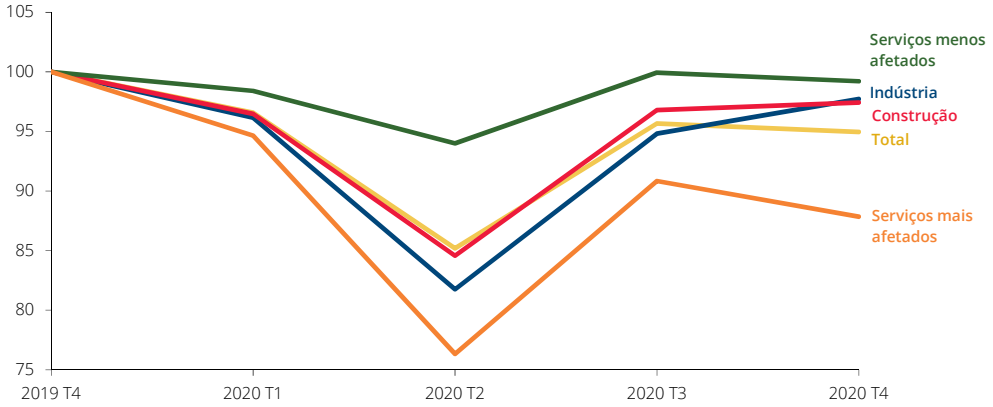
Gráfico I.2.2 • PIB nas principais economias | Índice, 2019 T4 = 100



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal).

Na área do euro a atividade reduziu-se 6,8% em 2020. Após as quedas em cadeia do PIB nos dois primeiros trimestres (3,8% e 11,6%, respetivamente), a economia recuperou no terceiro trimestre (12,5%) e registou uma nova queda no quarto (0,7%). No final de 2020, o PIB situava-se cerca de 5% abaixo do nível pré-pandemia. A contração da atividade foi transversal a todos os setores, mas mais acentuada nos serviços mais dependentes do contacto pessoal (Gráfico I.2.3). O consumo privado registou uma redução inédita e superior à do PIB (8%). O impacto económico da pandemia foi diferenciado entre países da área do euro, refletindo diferenças na exposição aos setores mais afetados pelo distanciamento social, na intensidade da crise pandémica e nas medidas de apoio adotadas. A retração da atividade em Espanha, Itália e França foi mais pronunciada do que na Alemanha (variação média anual de, respetivamente, -10,8%, -8,9%, -8,2% e -5,3%).

Gráfico I.2.3 • VAB por setor na área do euro | Índice 2019 T4 = 100



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Serviços mais afetados pela pandemia incluem artes, entretenimento e cultura, comércio, alojamento e restauração, transportes e armazenagem e serviços prestados às empresas.

A crise pandémica teve um impacto negativo nos mercados de trabalho das principais economias avançadas, cuja natureza e magnitude refletiu as medidas de apoio adotadas. Enquanto nos EUA as medidas de apoio reforçaram a proteção social no desemprego, mantendo

a flexibilidade do emprego, na área do euro foram adotadas sobretudo medidas de apoio à manutenção dos postos de trabalho. Em consequência, o emprego caiu menos e o número de horas por trabalhador caiu mais na área do euro do que nos EUA. As horas trabalhadas diminuíram 8% e o emprego contraiu 1,6% na área do euro, sendo os valores para os EUA 5,4% e 6,2%, respetivamente.

O comércio mundial registou uma queda de 8,5% em 2020, mas aquém da observada na crise financeira global (10,4%). No primeiro semestre, o comércio foi afetado pela quebra na procura mundial e por perturbações nas cadeias de produção e de abastecimento entre diferentes países. A recuperação no segundo semestre refletiu a composição da retoma da atividade, mais rápida na indústria (Gráfico I.2.3). No final do ano, o comércio mundial de bens encontrava-se já acima dos níveis do final de 2019. O comércio de serviços foi particularmente afetado, em especial devido ao colapso do turismo.

A procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa reduziu-se 12,3% em 2020. As importações de Espanha e do Reino Unido (parceiros comerciais com pesos de 19,7% e 9,4% nas exportações portuguesas) reduziram-se 15,8% e 17,8%, respetivamente (Quadro I.2.2). No final de 2020, o Reino Unido e a UE finalizaram o Acordo de Comércio e Cooperação, o qual deverá minorar o impacto do *Brexit* nas relações comerciais entre o Reino Unido e Portugal.

Quadro I.2.2 • Procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos [c]	2016	2017	2018	2019	2020
Procura externa de bens e serviços (BCE) [a]	100	2,9	4,8	4,0	1,6	-12,3
Procura externa intra-área do euro	57,7	3,4	5,8	3,7	2,3	-12,2
Importações:						
Espanha	19,7	2,6	6,8	4,2	0,7	-15,8
França	12,7	3,0	4,7	3,1	2,6	-11,5
Alemanha	10,9	4,4	5,8	3,8	2,6	-9,0
Itália	3,3	4,1	6,6	2,8	-0,5	-13,1
Procura externa extra-área do euro	42,3	2,4	3,4	4,4	0,8	-12,4
Importações:						
Reino Unido	9,4	3,9	2,6	2,7	2,7	-17,8
Estados Unidos	6,0	1,7	4,7	4,1	1,1	-9,3
China	2,6	-10,4	7,2	7,0	1,1	-13,8
Brasil	1,8	4,0	6,7	6,1	-1,6	-1,8
Procura externa de bens (CPB) [a] [b]		2,5	3,4	1,6	0,1	-9,2
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		2,3	5,6	3,9	0,9	-8,5
Importações mundiais de bens (CPB)		1,6	5,2	3,9	-0,3	-5,5

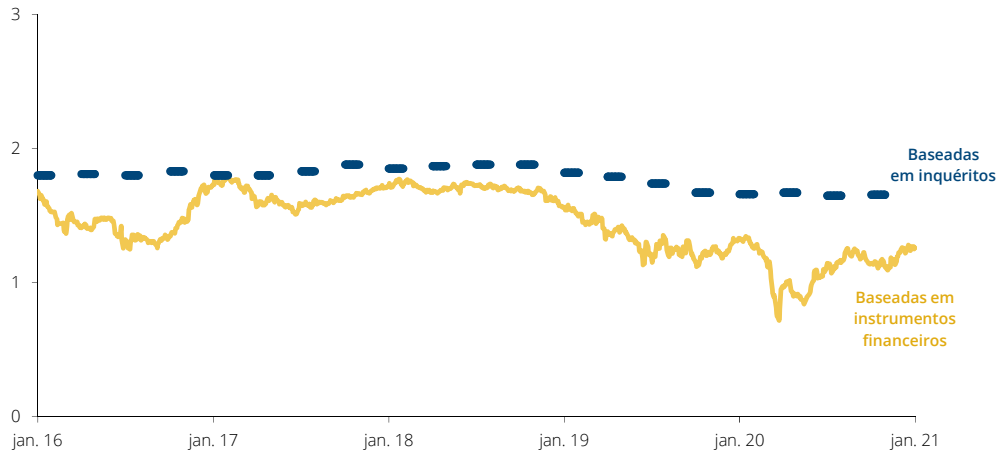
Fontes: BCE, CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis, FMI e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) A procura externa dirigida aos exportadores portugueses é calculada como uma média ponderada do crescimento em volume das importações dos principais parceiros comerciais de Portugal (de bens e serviços no caso do BCE e de bens no caso do CPB). Cada país/região é ponderado de acordo com o seu peso nas exportações de Portugal. (b) Consideraram-se os países disponíveis na base de dados do CPB, que representavam cerca de 90% das exportações portuguesas em 2020. (c) Pesos médios referentes ao período 2016-18.

A crise implicou uma forte redução do preço do petróleo nos mercados internacionais, mas os preços das matérias-primas alimentares e agrícolas aumentaram. O preço do *Brent* atingiu valores abaixo dos 20 dólares por barril em abril, um mínimo em quase duas décadas,

mas no final do ano situou-se em cerca de 50 dólares por barril. Em termos médios anuais, o preço do *Brent* reduziu-se 34%. Os preços das matérias-primas alimentares e agrícolas (avaliados pelo índice do Hamburg Institute of International Economics – HWWI, em dólares) aumentaram 8% e 6%, respetivamente. Os preços dos metais industriais também subiram de forma marcada no segundo semestre. Os preços dos metais preciosos aumentaram ao longo de todo o ano.

A inflação diminuiu nas principais economias avançadas. Apesar da crise pandémica ter originado choques negativos sobre a oferta e a procura, na área do euro, os efeitos da queda da procura predominaram e a inflação reduziu-se 0,9 pp em 2020, para 0,3% (Caixa 1). A inflação dos serviços caiu 0,5 pp para 1% e a dos energéticos 8 pp para -6,8%. As expetativas de inflação a prazos mais longos permaneceram em valores baixos em 2020, embora as expetativas implícitas em instrumentos financeiros tenham apresentado uma recuperação ao longo do ano face aos valores mínimos atingidos em março (Gráfico I.2.4).

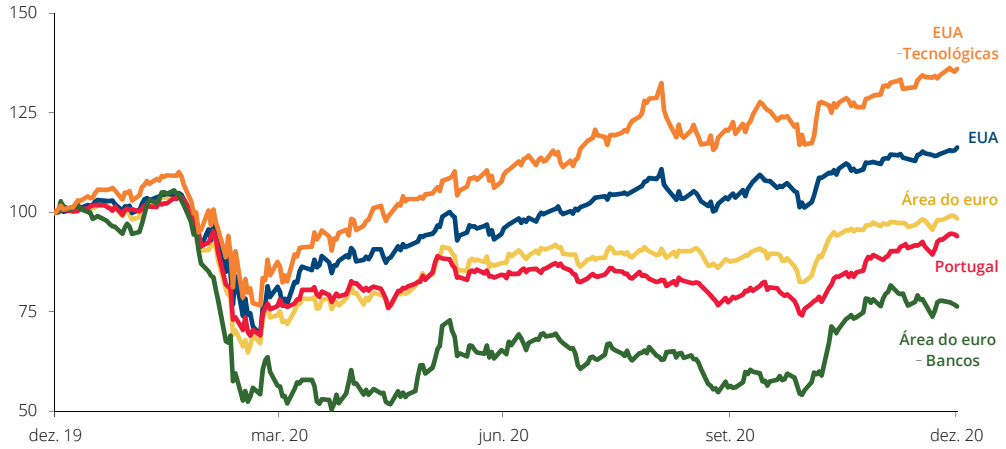
Gráfico I.2.4 • Expetativas de inflação a longo prazo na área do euro | Em percentagem



Fontes: BCE e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Expetativas para taxas de inflação médias implícitas em *swaps* de inflação (durante 5 anos, daqui a 5 anos) e expetativas de analistas privados do ECB Survey of Professional Forecasters (no horizonte 4/5 anos).

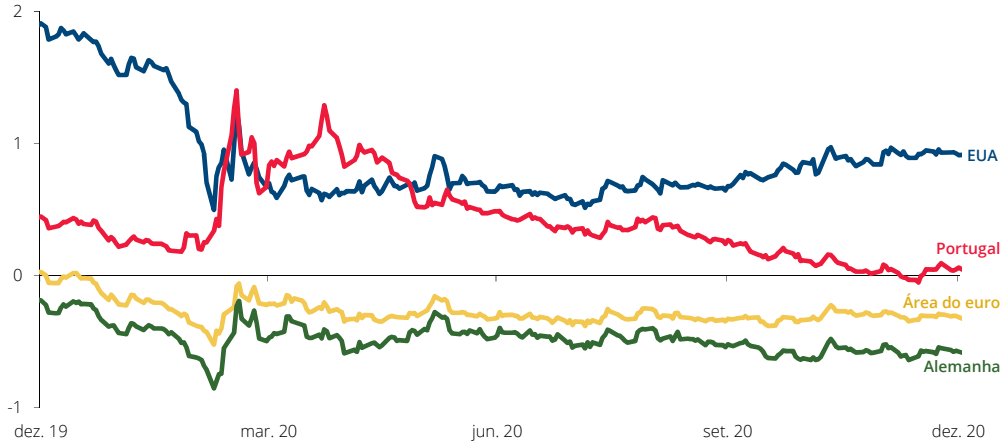
As condições financeiras mantiveram-se favoráveis. Após uma queda abrupta dos preços das ações em meados de março, com a volatilidade a atingir máximos históricos, os principais mercados acionistas registaram valorizações, num contexto de perspetivas mais favoráveis para a atividade e de notícias encorajantes sobre as vacinas no final do ano. Alguns países e setores tiveram ganhos expressivos quando se comparam finais de ano, com destaque para os EUA e para os setores tecnológicos (Gráfico I.2.5). As taxas de rendibilidade da dívida pública registaram uma tendência descendente num quadro de aversão ao risco e reforço do carácter acomodatício das políticas monetárias. Na área do euro, após as tensões observadas em março, assistiu-se a uma redução da taxa de juro sem risco e dos diferenciais das taxas de dívida pública entre jurisdições (Gráfico I.2.6). Nos mercados cambiais, o euro caiu para um mínimo face ao dólar em março, mas apreciou posteriormente. Em termos nominais efetivos, o euro apreciou 7,2% face ao final de 2019.

Gráfico I.2.5 • Índices acionistas | Índice 31 dezembro 2019 = 100



Fontes: BCE e Refinitiv.

Gráfico I.2.6 • Taxas de juro a 10 anos sem risco (OIS) e de dívida pública | Em percentagem



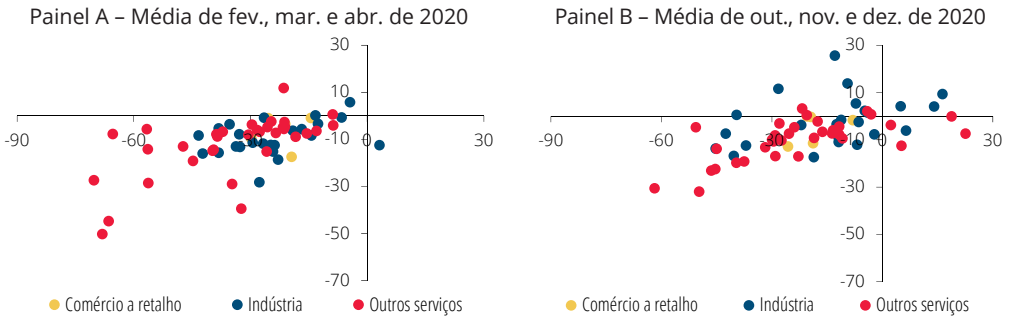
Fontes: BCE e Refinitiv. | Nota: OIS (Overnight Index Swaps).

Caixa 1 • A evolução da inflação e a pandemia: choques de procura *versus* choques de oferta

A crise pandémica gerou choques sobre a procura e a oferta com impactos de sinal contrário sobre a inflação. A redução da interação social, voluntária ou decorrente das medidas de contenção, a par da maior incerteza, implicou uma menor procura de bens e serviços, o que pode ter induzido as empresas a diminuírem os preços. O encerramento obrigatório de algumas atividades e o fecho de fronteiras gerou disrupções das cadeias de produção e distribuição, que tendem a diminuir a oferta e logo a aumentar os preços. A adaptação do funcionamento das empresas ao contexto pandémico também pode ter levado à transmissão do aumento dos custos aos preços finais.

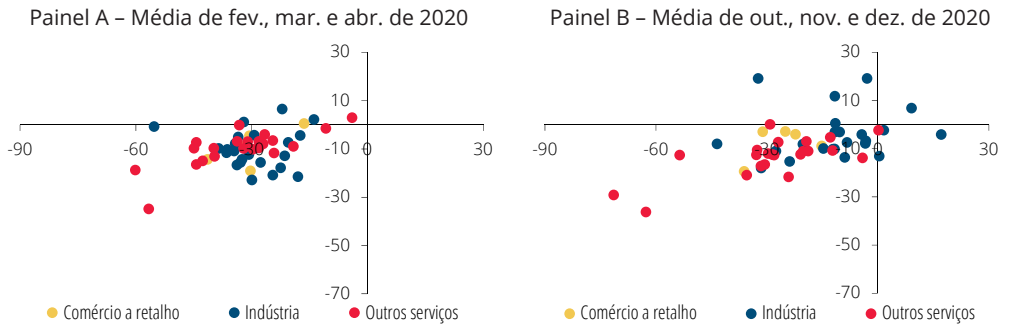
A análise com base nos resultados de inquéritos às empresas sugere que os choques de procura foram dominantes na maioria dos setores de atividade em Portugal e na área do euro. Os inquéritos mensais da Comissão Europeia permitem analisar as expetativas das empresas sobre a evolução da procura e dos preços. A análise sugere uma predominância de choques de procura (identificados por uma variação do mesmo sinal das expetativas de preços e procura) no período de fevereiro a abril, com expetativas negativas para a evolução da procura e dos preços face à média dos últimos dois anos. No quarto trimestre, estes choques terão tido um impacto menos expressivo, em particular na indústria (Gráficos C1.1 e C1.2).

Gráfico C1.1 • Inquéritos da Comissão Europeia para Portugal – desvios face à média de 2018/2019 | Eixo xx – Expetativas de procura nos próximos 3 meses; Eixo yy – Expetativas de preços nos próximos 3 meses



Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Cada ponto representa um subsetor ao nível mais desagregado disponível (63 subsetores no total).

Gráfico C1.2 • Inquéritos da Comissão Europeia para a área do euro – desvios face à média de 2018/2019 | Eixo xx – Expetativas de procura nos próximos 3 meses; Eixo yy – Expetativas de preços nos próximos 3 meses

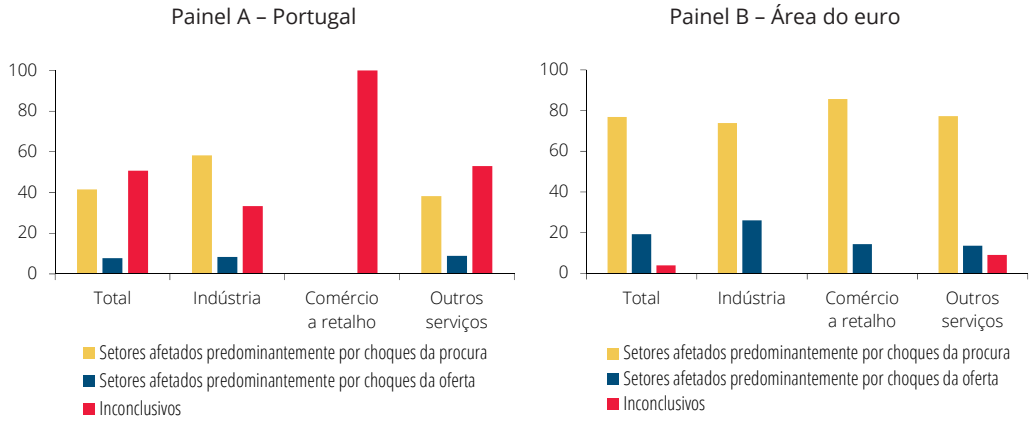


Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Cada ponto representa um subsetor ao nível mais desagregado disponível (50 subsetores no total).

Estes resultados foram também avaliados através da abordagem econométrica de Shapiro (2020a, 2020b)[1]. Estimam-se modelos SUR (*Seemingly Unrelated Regression*) para preços e quantidades em cada um dos subsetores e compara-se a concordância do impacto dos meses de crise nas expetativas. Se o impacto nas duas variáveis tiver o mesmo sinal concluímos pela prevalência de choques de procura.

Os resultados econométricos são mais claros quanto à prevalência dos choques da procura na área do euro (Gráfico C1.3). No caso de Portugal, a percentagem de subsetores em que não existe uma predominância de choques de procura ou de oferta (casos inconclusivos) é superior à da área do euro.

Gráfico C1.3 • Setores afetados predominantemente por choques da oferta e procura
| Percentagem do total de cada setor

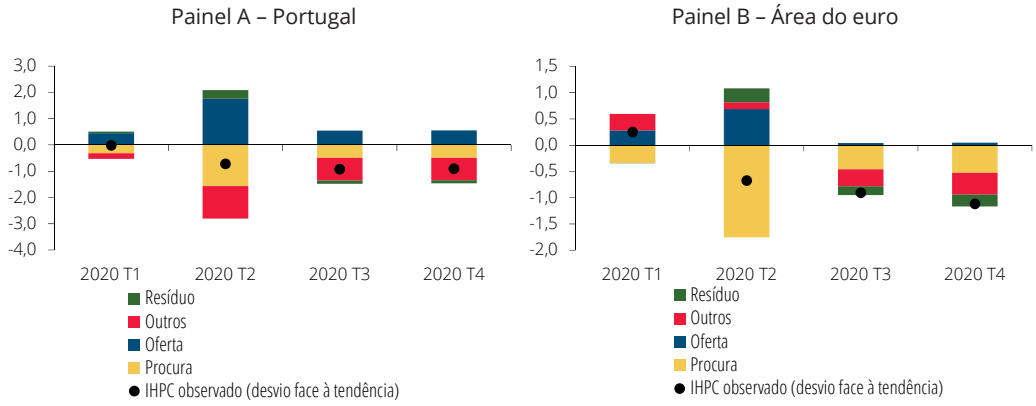


Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A classificação sobre qual o choque dominante em cada subsetor depende do sinal do coeficiente de cada equação associado a uma variável binária, unitária entre fevereiro e abril de 2020. Se o sinal associado ao evento da pandemia for concordante na equação dos preços e na das quantidades e significativo, estamos perante um choque da procura, caso contrário o início da pandemia caraterizou-se nesse setor por um choque da oferta. Em caso de não significância, o choque prevalecente é indeterminado. Optou-se por incluir nesta classe apenas os subsetores cuja resposta ao choque da pandemia não seja significativo a 5% na equação das quantidades, já que no caso dos preços a esmagadora maioria dos coeficientes são não significativos (possivelmente devido a maior rigidez na resposta ao choque). Considerando um nível de significância de 10%, os resultados mantêm-se. O resultado de predominância de choques da procura é confirmado pelos resultados de modelos BVAR (*Bayesian Vector Autoregressive Models*), que adicionam às equações do SUR desfasamentos de ambas as variáveis dependentes.

Uma análise a nível agregado corrobora as conclusões para a área do euro, mas aponta para efeitos de procura e oferta equilibrados para Portugal. Esta questão foi também analisada recorrendo a um BVAR estimado com restrições de sinal baseado numa abordagem proposta pelo BCE (2021b)[2], onde é mantida a estratégia de identificação de choques de procura e oferta utilizada nesta caixa. Os resultados sugerem impactos significativos dos choques da procura no segundo trimestre, mas também choques da oferta importantes (superiores aos registados no passado). Estes são particularmente relevantes em Portugal, apresentando uma magnitude próxima da dos choques da procura. Ambos os tipos de choque perderam progressivamente importância nos trimestres seguintes (Gráfico C1.4).

1. Shapiro, A. H. (2020a), "A Simple Framework to Monitor Inflation", *Working Paper Series* 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco. Shapiro, A. H. (2020b), "Monitoring the Inflationary Effects of COVID-19," *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, vol. 2020(24), pp 1-6, agosto.
2. Bobasu, A., Crucil, L., Dieppe, A. e Tirpák, M. (2021). "Pandemic-induced constraints and inflation in advanced economies," Caixas do *Boletim Económico*, Banco Central Europeu, vol. 1.

Gráfico C1.4 • Decomposição histórica do IHPC com base num modelo BVAR | Contributos dos choques estruturais para a taxa de variação homóloga do IHPC (desvio face à tendência) em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal, BCE e INE. | Notas: O modelo BVAR contém os níveis trimestrais em logaritmos do PIB, IHPC e preço do petróleo em euros e o nível da taxa de juro de curto prazo (Euribor a 3 meses). Foi utilizado um conjunto *standard* na literatura de identificação de restrições de sinal: um choque de procura move os preços e a produção na mesma direção, enquanto um choque de oferta os move em direções opostas. O choque de preço de petróleo aumenta a inflação e diminui o PIB, mas não reage a choques na taxa de juro. Uma política monetária mais restritiva reduz o PIB e o IHPC. As restrições aplicam-se ao impacto contemporâneo dos choques. O choque "outros" inclui o choque de política monetária e preço do petróleo. O resíduo reflete o facto de os contributos não somarem exatamente porque são obtidos com base no valor mediano dos choques. Considerou-se uma *prior Normal-Wishart*, com a seguinte parametrização: λ_1=0,05, λ_2=0,5, λ_3=1, λ_4=100, λ_5=0,001 e λ_6=1 e λ_7=0,0001, 2.000 iterações e *burn-in* de 1.000. O modelo foi estimado de 2002 a 2019, excluindo portanto 2020 de forma a evitar as perturbações à estimação do modelo criadas pela pandemia. A estimação foi feita com a *toolbox* de Matlab BEAR (Dieppe, A., Legrand, R. e van Roye, B., "The BEAR toolbox", *Working Paper Series*, No 1934, BCE, julho de 2016). Um agradecimento aos autores de BCE (2021a), pela partilha de parte do código subjacente ao seu artigo.

3 Condições de financiamento

A política monetária acomodatícia do BCE contribuiu para a manutenção de condições favoráveis de financiamento dos bancos portugueses. O passivo dos bancos residentes aumentou ao longo do ano, atingindo em dezembro uma taxa de variação homóloga de 8,3% (Quadro I.3.1). Os depósitos do setor privado não financeiro e o financiamento junto de bancos centrais tiveram um contributo de 5,5 e 4 pp, respetivamente. A substituição parcial do financiamento no mercado por operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (TLTRO III) contribuiu para a melhoria das condições de financiamento dos bancos.

Quadro I.3.1 • Contributos para a taxa de variação homóloga do passivo dos bancos residentes | Em percentagem e pontos percentuais

	2018 T4	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
Passivo (taxa de variação homóloga)	1,5	0,9	2,6	6,3	6,0	8,3
Depósitos do setor privado não financeiro	2,7	2,7	3,4	4,8	4,8	5,5
Passivos interbancários	1,6	0,3	0,8	-0,3	-0,9	-1,1
Financiamento de bancos centrais	-0,8	-0,6	0,2	3,4	3,7	4,0
Títulos	-0,1	0,7	0,9	1,6	1,2	0,9
Outros passivos	-1,9	-2,3	-2,7	-3,3	-2,8	-1,0
Por memória:						
Depósitos bancários (taxa de variação anual)						
Particulares – Portugal	3,8	3,7	5,0	6,2	7,0	8,1
Particulares – Área do euro	4,2	5,3	5,1	6,2	6,7	7,6
Empresas – Portugal	7,4	11,1	11,5	19,0	17,5	18,0
Empresas – Área do euro	3,8	6,0	8,9	17,5	19,6	19,1

Fontes: Banco de Portugal e BCE.

O aumento dos depósitos de particulares refletiu o aumento da poupança por motivos de precaução e a poupança involuntária decorrente das restrições impostas pelo dever geral de confinamento. A aceleração no crédito concedido e a emissão de dívida por parte das empresas foram acompanhadas pelo aumento dos depósitos deste setor. As condições de financiamento favoráveis dos bancos, complementadas com políticas de apoio às empresas e aos particulares, permitiram fazer face ao aumento na procura de crédito e assegurar o financiamento da economia com taxas de juro globalmente favoráveis, apesar do aumento do risco de crédito.

As taxas de juro de novos empréstimos concedidos a particulares mantiveram-se baixas. Em dezembro, a taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) média dos novos empréstimos para habitação e para consumo situou-se em valores mínimos em Portugal (1,9 e 8,4%, que comparam com 1,6 e 5,7%, na área do euro) (Quadro I.3.2). Apesar do impacto severo da pandemia na atividade económica, os *spreads* dos novos empréstimos não se alteraram.

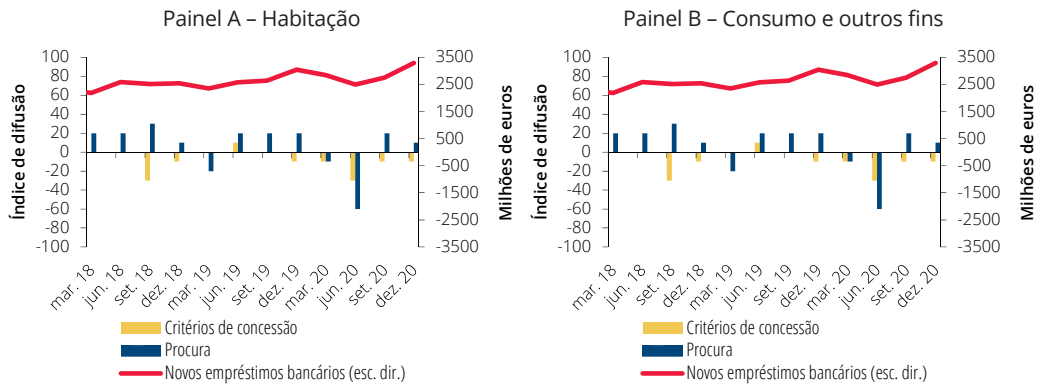
Os novos empréstimos a particulares para aquisição de habitação aumentaram no segundo semestre de 2020, após uma redução na primeira metade do ano. Esta redução, em particular no segundo trimestre, refletiu a diminuição na procura de crédito à habitação e os critérios de concessão de crédito mais restritivos (Gráfico I.3.1 – Painel A). No segundo semestre, os novos empréstimos aumentaram, registando no quarto trimestre o valor mais elevado desde 2008 (Caixa 2). O aumento nos novos empréstimos para aquisição de habitação foi acompanhado pelo aumento do valor das transações de alojamentos familiares, mantendo-se a fração de transações financiadas por novos empréstimos próxima das registadas nos últimos quatro anos (cerca de 43%) (Quadro I.3.3). Os preços da habitação desaceleraram, mas ainda registaram um crescimento homólogo de 8,6% no quarto trimestre.

Quadro I.3.2 • Taxas de juro dos novos empréstimos a particulares para habitação e consumo | Em percentagem e pontos percentuais

	dez. 19	mar. 20	jun. 20	set. 20	dez. 20
Taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) (%)					
Empréstimos para habitação					
Portugal	2,0	2,0	2,2	2,1	1,9
Área do euro	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6
Empréstimos para consumo					
Portugal	8,8	8,8	9,0	8,9	8,4
Área do euro	5,9	5,9	5,6	5,8	5,7
Spread (Diferencial entre a TAEG e a taxa de referência) (pp)					
Portugal					
Empréstimos para habitação	2,3	2,3	2,4	2,5	2,4
Empréstimos para consumo	9,0	9,1	9,3	9,3	8,9

Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Notas: A TAEG corresponde à taxa anual de encargos efetiva global. Esta taxa representa o custo total do crédito para o consumidor, incluindo os juros e outros encargos que o consumidor tem de pagar pelo crédito. O *spread* é uma média ponderada da diferença entre a TAEG e a taxa de juro que serve de referência para os períodos de fixação das taxas. As taxas de juro utilizadas como referência são a Euribor a 6 meses (prazos de fixação inferior a 1 ano), a Euribor a 1 ano (prazos de fixação entre 1 e 5 anos) e a *swap rate* a 5 anos (prazos de fixação superior a 5 anos).

Gráfico I.3.1 • Novos empréstimos e procura e oferta de crédito por bancos residentes a particulares



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão varia entre -100 e 100, correspondendo o valor zero à situação "sem alterações". No caso dos critérios de concessão, o gráfico apresenta o simétrico do índice de difusão. Valores do índice superiores (inferiores) a zero indicam critérios de concessão menos (mais) restritivos e representam um aumento (redução) da procura de crédito.

Os novos empréstimos a particulares para consumo e outros fins registaram uma queda abrupta no segundo trimestre de 2020, tendo recuperado parcialmente no segundo semestre. A redução dos empréstimos ao consumo e outros fins refletiu a redução da procura e os critérios de concessão de crédito mais restritivos decorrentes da maior perceção de riscos associados à situação e perspetivas económicas gerais (Gráfico I.3.1 – Painel B). Esta redução foi superior à registada no consumo privado, implicando uma redução da fração do consumo excluindo bens alimentares financiada com recurso ao crédito (de 6% em 2019 para 4,6% em 2020).

O endividamento bancário dos particulares aumentou 1,5% face ao final de 2019. Para este aumento contribuiu a aceleração nos empréstimos para habitação, que registaram em dezembro a taxa de variação anual mais elevada desde 2011 (2%) (Quadro I.3.3). O crédito ao consumo desacelerou

de 8,3% de 2019 para 0,6% em 2020. O endividamento dos particulares, medido pelo rácio entre os empréstimos e o rendimento disponível (não ajustado), situou-se em 93,1%, mais 0,5 pp face a 2019. Na área do euro, o endividamento dos particulares situou-se em 97,6%, mais 2,5 pp face a 2019.

Quadro I.3.3 • Empréstimos bancários a particulares: taxas de variação e novos empréstimos

	Peso em dez. 19	dez. 19	mar. 20	jun. 20	set. 20	dez. 20
Taxa de variação anual ajustada						
Total	100,0	1,1	1,2	1,1	1,4	1,5
Habitação	78,1	0,1	0,4	0,9	1,4	2,0
Consumo	16,2	8,3	7,6	4,6	2,7	0,6
Outros fins	5,7	-1,4	-3,7	-4,2	-2,4	-1,7
Novos empréstimos (milhões de euros)						
Total	–	5232	4895	3693	4416	4960
Habitação	–	3046	2848	2493	2756	3292
Consumo	–	1497	1349	722	1152	1107
Outros fins	–	689	698	478	508	560
Empréstimos em moratória	–	–	1,1	16,6	17,1	16,2
Habitação (% do segmento)	–	–	1,2	17,8	18,5	17,8
Montante de novos empréstimos para habitação/ valor das transações de alojamentos familiares	–	41,5	42,4	43,6	43,6	43,5
Montante de novos empréstimos/consumo privado (excl. alimentares)	–	6,0	5,5	3,4	4,9	4,6
Montante de novos empréstimos (excl. automóveis usados)/consumo privado (excl. alimentares)	–	4,1	3,7	2,1	2,9	2,9
Por memória						
TVA dos empréstimos bancários na área do euro	–	3,6	3,4	3,1	3,2	3,1

Fontes: Banco de Portugal, BCE e INE. | Notas: As taxas de variação anual do crédito são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização e cedências líquidas de empréstimos) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Os montantes de novos empréstimos bancários correspondem à soma acumulada do trimestre. O agregado do crédito ao consumo não inclui o crédito *revolving* (cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto) uma vez que o seu montante corresponde a *plafonds* e não a utilizações de crédito. Apresenta-se também o indicador que exclui o crédito para aquisição de automóveis usados uma vez que parte destas aquisições não é contabilizada no consumo privado.

As moratórias de crédito contribuíram para aliviar o serviço da dívida dos particulares. A percentagem de empréstimos a particulares em moratória aumentou entre março e junho e manteve-se estável no segundo semestre. Em dezembro, 16,1% do montante de empréstimos a particulares estava em moratória (Quadro I.3.3). Por finalidade do crédito, essa percentagem era 17,8% no segmento da habitação e 11,6% no segmento do consumo e outros fins (crédito pessoal, automóvel e para consolidação da dívida). Entre março e dezembro, o valor de prestações adiadas em moratória correspondeu a 0,7% do rendimento disponível dos particulares em 2020.

Em dezembro de 2020, o incumprimento nos empréstimos que deixaram de estar em moratória era menor no segmento da habitação do que no do consumo. No segmento da habitação, 5% do montante dos empréstimos que estiveram em moratória entre março e dezembro de 2020 já não estavam em moratória no final do ano. O rácio de incumprimento, que inclui também situações a que os bancos atribuem alguma probabilidade de o devedor não cumprir com o plano de pagamentos, foi 1,7% nestes empréstimos, ligeiramente inferior à média no segmento da habitação (2,3%). Este resultado deve-se ao facto de a maioria destes empréstimos terem deixado de estar em moratória por decisão dos devedores e é consistente com as baixas taxas de incumprimento no crédito à habitação mesmo em períodos de crise. No crédito ao consumo, a parte que deixou de estar em moratória foi 25% e o rácio de incumprimento nestes empréstimos foi 8,7%, 3 pp mais elevado do que a média no segmento do consumo.

As taxas de juro dos novos empréstimos às sociedades não financeiras mantiveram-se em mínimos históricos. A ampla provisão de liquidez do BCE e as linhas de crédito com garantia pública contribuíram para que as taxas de juro dos novos empréstimos se situassem 10 pontos base abaixo do registado no final de 2019 (2% face a 2,1%) (Quadro I.3.4). No entanto, os bancos reportaram critérios de concessão de crédito a empresas mais restritivos desde o segundo trimestre, sobretudo nos empréstimos de longo prazo. A maior restritividade refletiu a perceção de riscos associados à situação e perspetivas de setores de atividade ou empresas específicos e, em menor grau, de riscos associados à situação e perspetivas económicas gerais. Na área do euro, as taxas de juro mantiveram-se estáveis e os bancos reportaram critérios de concessão de crédito às empresas ligeiramente mais restritivos no segundo semestre.

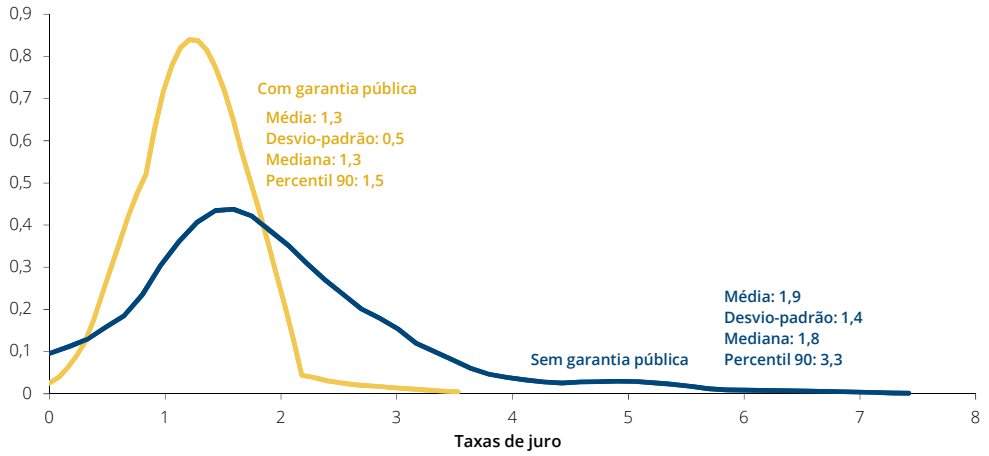
Quadro I.3.4 • Taxa de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras | Em percentagem

	dez. 19	mar. 20	jun. 20	set. 20	dez. 20
Taxas de juro nos novos empréstimos					
Portugal	2,1	2,1	1,8	2,0	2,0
Área do euro	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4

Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Nota: A taxa de juro é a taxa acordada anualizada (TAA).

Os empréstimos com garantia pública contribuíram para a redução do custo de financiamento das empresas. Nas linhas de apoio à economia associadas com a COVID-19, o financiamento concedido pelos bancos tem uma garantia do Estado até 90% do valor do empréstimo para microempresas e pequenas empresas e 80% para empresas médias, e pode ter um prazo até seis anos e um período de carência até 18 meses, estando definidos *spreads* máximos e comissões de garantia mútua fixas em função do prazo da operação. As taxas de juro associadas a estes empréstimos são em média 0,6 pp mais baixas e 0,9 pp menos dispersas, refletindo a redução do risco de crédito assumido pelos bancos e as condições de elegibilidade para acesso às garantias (Gráfico I.3.2).

Gráfico I.3.2 • Taxa de juro dos novos empréstimos com prazo contratual superior a um ano concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras | Densidade



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de juro são ponderadas pelos respetivos montantes de crédito. A amostra exclui empresas públicas e empresas privadas sem fins lucrativos.

Os empréstimos bancários concedidos às empresas aumentaram 9,7% em dezembro de 2020. A aceleração do volume de empréstimos ao longo do ano refletiu o aumento na procura de crédito para fazer face à redução nos fluxos de liquidez regulares decorrente da queda abrupta da atividade (Quadro I.3.5). Na área do euro, o crescimento dos empréstimos foi de 6,5%.

A aceleração dos empréstimos bancários foi mais acentuada no setor do alojamento e restauração (25,3% em 2020 face a 2,3% em 2019) (Quadro I.3.5). As empresas destes setores também recorreram mais às moratórias e às linhas de crédito com garantia pública (Quadro I.3.6). Destaca-se o crescimento superior a 13% nos empréstimos concedidos às empresas pequenas e às microempresas (Quadro I.3.5). Os empréstimos bancários continuaram a ser concedidos principalmente às empresas de menor risco (*z-score* abaixo da mediana). Em dezembro de 2020, 67,8% dos empréstimos foram concedidos às empresas de menor risco, o que compara com 65,6% no período homólogo.

Quadro I.3.5 • Empréstimos bancários a empresas não financeiras: taxas de variação e novos empréstimos

	Peso em dez. 19	dez. 19	mar. 20	jun. 20	set. 20	dez. 20
Taxa de variação anual	–	0,4	1,7	5,6	8,4	9,7
Sociedades não financeiras						
d.q. Dimensão:						
Microempresas	30,1	6,2	5,3	10,8	15,6	14,0
Pequenas	23,9	-1,1	0,2	8,7	11,7	13,4
Médias	24,4	-1,9	-1,0	4,3	5,8	6,2
Grandes	17,7	-3,1	1,8	-3,5	-0,8	3,8
d.q. Setor de atividade económica:						
Indústria transformadora	18,3	0,2	0,5	5,0	8,6	9,6
Construção e atividades imobiliárias	23,9	1,8	0,6	3,5	4,6	5,5
Comércio	17,2	2,2	3,4	8,2	8,8	9,6
Transportes e armazenagem	7,5	-9,3	-10,9	-9,2	-3,8	0,4
Alojamento e restauração	7,4	2,3	2,8	18,9	24,9	25,3
Atividades de consultoria e administrativas	10,6	1,1	2,3	5,8	5,4	6,4
Taxa de variação homóloga						
d.q. Perfil de risco das empresas:						
Empresas com risco abaixo da mediana	47,0	4,1	2,6	10,9	11,4	11,3
Empresas com risco acima da mediana	37,7	-3,2	-3,0	1,2	2,2	4,7
Novos empréstimos com maturidade superior a um ano (milhões de euros)						
Sociedades não financeiras	-	4699	3927	7863	4018	2941
Setor de atividade económica:						
Indústria transformadora	-	778	699	1897	818	460
Construção e atividades imobiliárias	-	1570	1109	1303	1225	897
Comércio	-	570	618	1700	663	470
Transportes e armazenagem	-	308	275	310	141	142
Alojamento e restauração	-	387	297	961	230	174
Atividades de consultoria e administrativas	-	446	352	819	339	256
Por memória:						
Taxa de variação anual na área do euro	–	2,6	4,9	6,5	6,5	6,5

Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Notas: A taxa de variação anual dos empréstimos bancários é calculada com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito. Os montantes de novos empréstimos bancários correspondem à soma acumulada do trimestre. A desagregação por perfil de risco baseia-se na avaliação de risco calculada por Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. II, n.º 2, abril. A taxa de variação homóloga dos empréstimos por perfil de risco é calculada com base em amostra constante. As empresas com risco elevado (reduzido) são empresas com *z-score* acima (abaixo) da mediana. O remanescente dos empréstimos por perfil de risco refere-se a empresas sem *rating* ou em incumprimento.

Cerca de um terço dos empréstimos às empresas beneficiavam de uma moratória no final do ano. No âmbito da moratória de crédito implementada em março, as empresas puderam solicitar a suspensão do pagamento das prestações e prorrogar os créditos com pagamento no final do contrato por um período igual ao prazo de vigência das moratórias. O recurso a moratórias foi mais acentuado nos meses entre abril e junho, mantendo-se a proporção de empréstimos em moratória estável na segunda metade do ano (Quadro I.3.6). Esta percentagem é mais elevada no setor do alojamento e restauração (57%).

Quadro I.3.6 • Empréstimos bancários a empresas não financeiras em moratória | Em percentagem

	mar. 20	jun. 20	set. 20	dez. 20
Empréstimos em moratória (% do segmento)				
Sociedades não financeiras	3,3	32,5	34,1	33,6
Dimensão:				
Pequenas e médias empresas	3,2	32,6	33,9	33,3
Setor de atividade económica:				
Indústria transformadora	3,4	31,7	33,8	33,3
Construção e atividades imobiliárias	2,2	31,5	33,4	33,0
Comércio	4,8	25,7	26,0	24,8
Transportes e armazenagem	2,4	30,5	29,7	29,3
Alojamento e restauração	5,6	56,0	57,6	57,2
Outros serviços	2,9	35,4	37,8	37,2

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os outros serviços incluem as empresas com atividade principal classificada nas secções J a S da CAE Rev.3, com exceção da secção L.

Cerca de 40% do montante dos novos empréstimos tiveram garantias públicas. Estas linhas de crédito foram particularmente importantes para as empresas dos setores mais afetados pela pandemia e com risco de crédito antes da pandemia mais reduzido (Quadro I.3.7). De acordo com os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, estes empréstimos destinaram-se a fazer face a necessidades de liquidez imediatas e, em menor grau, à constituição de reservas de liquidez. Em três setores, os empréstimos com garantia pública representaram mais de metade dos novos empréstimos: no alojamento e restauração (57%), no comércio (52%) e indústria transformadora (52%).

Quadro I.3.7 • Recurso a empréstimos com garantia pública por setor das empresas (2020) | Percentagem do montante (2020)

	Com garantia pública	Sem garantia pública
Sociedades não financeiras	41,8	58,2
Setor de atividade económica:		
Alojamento e restauração	57,3	42,7
Indústria transformadora	51,9	48,1
Comércio	51,8	48,2
Transportes	39,9	60,1
Atividades de consultoria e administrativas	35,2	64,8
Outros	33,0	67,0
Construção e atividades imobiliárias	19,8	80,2

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito e referem-se aos montantes de empréstimos concedidos a empresas privadas não financeiras em 2020. As secções da CAE apresentadas são: I (Alojamento e restauração); M e N (Atividades administrativas, de consultoria, técnicas, científicas e similares); G (Comércio); F e L (Construção e atividades imobiliárias); C (Indústria transformadora); H (Transportes); A, B, D, E, J, K, O, P, Q, R, S, T e U (Outros).

As empresas que não beneficiaram de moratórias ou empréstimos com garantias públicas foram as que mais reduziram o crédito. Estas empresas tiveram um contributo de -3,5 pp para a taxa de variação global de 4,7% (Quadro I.3.8). O dinamismo dos empréstimos resultou essencialmente do comportamento das empresas que se mantiveram no mercado de crédito (margem intensiva), em particular devido ao aumento do total de empréstimos por parte de empresas que acederam a empréstimos com garantia pública e ao efeito das moratórias na redução dos reembolsos. O contributo das empresas que entraram e das que saíram do mercado de crédito (margem extensiva) manteve-se positivo.

Quadro I.3.8 • Empréstimos concedidos a empresas não financeiras privadas por instituições financeiras residentes por participação no mercado de crédito | Taxa de variação homóloga em percentagem e contributos em pontos percentuais

	dez. 19	mar. 20	jun. 20	set. 20	dez. 20
Taxa de variação homóloga (%)	-1,8	-4,3	1,5	2,9	4,7
Contributos (pp)					
Margem intensiva	-3,0	-4,9	1,0	2,6	4,1
Sem moratória e sem garantia pública	-4,6	-5,8	-4,6	-4,1	-3,5
Com moratória e sem garantia pública	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	0,1
Sem moratória e com garantia pública	0,3	0,3	2,0	2,4	2,8
Com moratória e com garantia pública	1,6	1,2	4,1	4,6	4,8
Margem extensiva	1,2	0,6	0,5	0,3	0,6
Entradas no mercado de crédito	4,4	4,3	4,7	4,6	3,8
Saídas do mercado de crédito	-3,3	-3,7	-4,2	-4,3	-3,2

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A margem intensiva refere-se às empresas que permaneceram no mercado de crédito e a margem extensiva refere-se às entradas e saídas de empresas no mercado de crédito. Entradas refere-se a empresas com crédito no período, mas sem crédito no mesmo período do ano anterior, saídas refere-se a empresas sem crédito no período, mas com crédito no mesmo período do ano anterior e permanências refere-se a empresas com crédito no período e com crédito no mesmo período do ano anterior. As taxas de variação homólogas são calculadas com base nos saldos em fim de mês, não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço.

Os bancos foram o setor que mais contribuiu para o aumento do crédito às empresas. Em dezembro, o setor residente teve um contributo de 3,3 pp para a taxa de variação de 2% do crédito total (empréstimos, títulos e créditos comerciais) às empresas (Quadro I.3.9). Este contributo resultou essencialmente do comportamento dos bancos residentes, que registaram uma taxa de variação homóloga de 9,1%. O crédito concedido pelo setor não residente diminuiu 3,8%. A evolução do financiamento externo é muito influenciada por operações financeiras de algumas empresas grandes ou de empresas de menor dimensão que pertencem a grupos económicos.

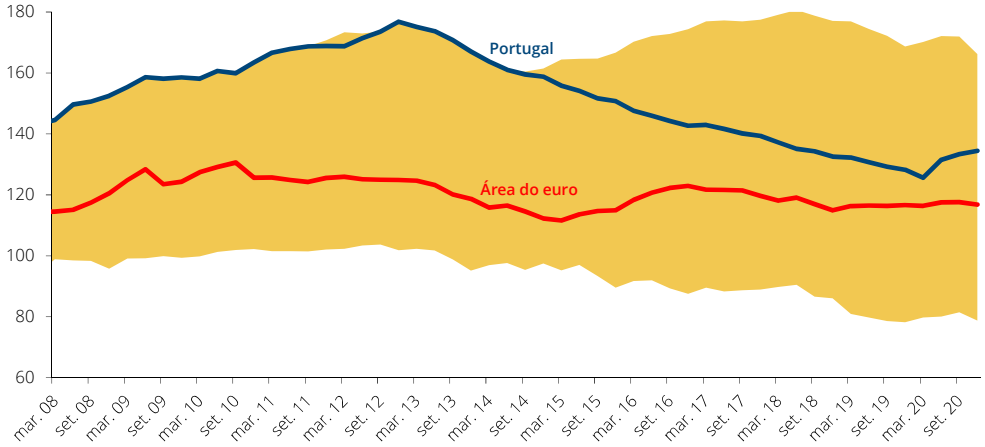
Quadro I.3.9 • Taxa de variação homóloga do crédito total a sociedades não financeiras privadas por setor financiador | Em percentagem

	Pesos em 2019 T4	2018 T4	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
Taxa de variação homóloga	–	-0,1	0,8	-0,5	2,4	2,2	2,0
Instituições residentes	64,0	-2,4	-2,6	-3,0	1,6	3,4	5,2
d.q. Bancos	40,7	-3,3	-2,9	-0,7	2,4	4,7	9,1
Instituições não residentes	36,0	4,9	7,4	4,3	4,0	-0,2	-3,8

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos, títulos e créditos comerciais (excluem-se os créditos comerciais entre empresas residentes). As taxas de variação homólogas são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço.

O endividamento das empresas aumentou 8,8 pp entre o segundo e o quarto trimestres de 2020. Após uma trajetória de descida, o endividamento aumentou de 125,6% do PIB no segundo trimestre para 134,4% do PIB no quarto trimestre, refletindo o recurso a dívida para fazer face às maiores necessidades de liquidez (Gráfico I.3.3). Apesar deste aumento, o endividamento manteve-se relativamente próximo da mediana da área do euro (116,8% do PIB).

Gráfico I.3.3 • Dívida das sociedades não financeiras | Em percentagem do PIB



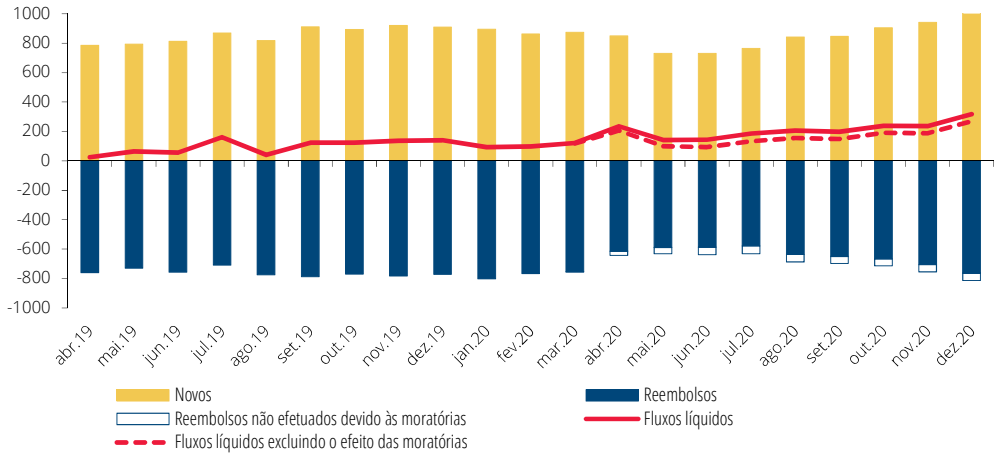
Fonte: Banco de Portugal e Eurostat. | Notas: O agregado de dívida engloba empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais (valores não consolidados). Os valores para a área do euro correspondem à mediana dos 19 países que integram a área do euro com exceção do Luxemburgo e da Irlanda. A área a sombreado representa o intervalo interquartis do rácio de endividamento dos 17 países da área do euro incluídos na análise.

Caixa 2 • Alterações nos fluxos de crédito para habitação

O crédito para habitação acelerou em 2020, apesar do menor crescimento do rendimento disponível das famílias e da incerteza quanto às perspetivas macroeconómicas. Com o objetivo de compreender melhor os fatores subjacentes a este dinamismo, analisam-se os fluxos de crédito para habitação com base nos dados microeconómicos da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) do Banco de Portugal.

Os novos empréstimos e os reembolsos reduziram-se no início da pandemia, mas recuperaram no segundo semestre, de forma mais expressiva no caso dos primeiros. Em dezembro de 2020, o montante total de novos empréstimos foi mais elevado do que no período anterior à pandemia, acompanhando a evolução do valor das transações de alojamentos familiares, enquanto os reembolsos se situaram num nível idêntico (Gráfico C2.1).

Gráfico C2.1 • Decomposição dos fluxos líquidos de empréstimos para habitação | Mediana de três meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal (CRC). | Notas: Os reembolsos correspondem à soma das variações dos saldos de cada empréstimo face ao mês anterior. Os fluxos líquidos correspondem à diferença entre o montante total de empréstimos novos e de reembolsos. No cálculo dos reembolsos não efetuados devido a moratórias assumiu-se que nos meses com carência de capital devido à moratória, a amortização do capital na ausência da moratória teria sido igual ao valor mediano da variação mensal do saldo desse empréstimo nos três meses anteriores ao início da moratória. No gráfico, os reembolsos são apresentados com valores negativos. Utilizou-se a mediana de três meses para eliminar a influência de valores extremos decorrentes da utilização de dados microeconómicos.

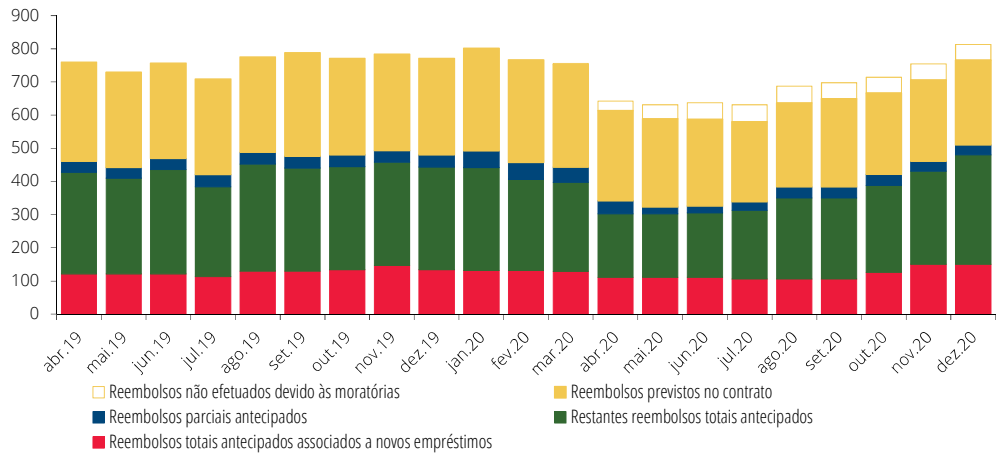
As moratórias reduziram os reembolsos após o início da pandemia. As moratórias foram introduzidas no final de março, tendo a percentagem do montante total de empréstimos para habitação abrangidos aumentado de 13% em abril para cerca de 18% a partir de julho. Os devedores abrangidos podiam optar pela interrupção dos pagamentos de capital e/ou dos juros. A carência de capital envolve a quase totalidade dos saldos em moratória. Na ausência de outras alterações, se estes empréstimos tivessem continuado a ser amortizados de acordo com o previsto no contrato, os reembolsos totais teriam sido 6% mais elevados no período entre março e dezembro e, em dezembro, estariam acima dos efetuados antes da pandemia.

Mesmo corrigindo o efeito das moratórias, o montante total de empréstimos à habitação aumentou ao longo de 2020 e acelerou no segundo semestre. Os fluxos líquidos de empréstimos para habitação (i.e. a diferença entre o montante total de empréstimos novos e de reembolsos)

corrigidos do efeito das moratórias permaneceram sempre positivos e registaram uma tendência de aumento no segundo semestre, situando-se em dezembro acima dos existentes antes da pandemia (Gráfico C2.1).

A redução dos reembolsos nos primeiros meses da pandemia foi também determinada pelos reembolsos antecipados, que recuperaram no segundo semestre. Esta evolução foi comum aos reembolsos parciais, aos reembolsos totais efetuados na vizinhança da contratação de um novo crédito e aos restantes reembolsos totais antecipados (Gráfico C2.2). Estes últimos foram os que mais contribuíram para a evolução dos reembolsos devido às variações significativas e ao seu peso elevado (cerca de 40% dos reembolsos totais).

Gráfico C2.2 • Decomposição dos reembolsos de empréstimos para habitação | Mediana de três meses, em milhões de euros



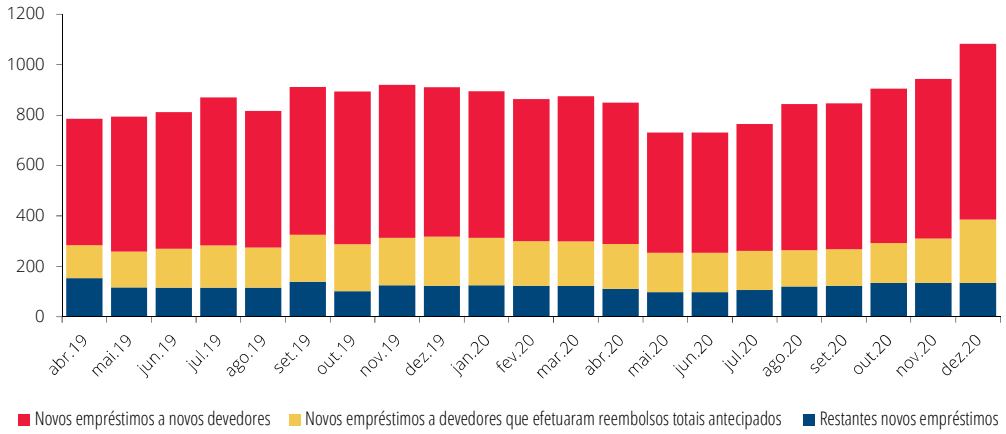
Fonte: Banco de Portugal (CRC). | Notas: Os reembolsos correspondem à soma das variações dos saldos de cada empréstimo face ao mês anterior. Assumiu-se que existe um reembolso antecipado quando o valor reembolsado é superior a doze vezes o valor da prestação mensal e um reembolso previsto no contrato quando o valor reembolsado tem uma magnitude inferior. Este critério, ao não considerar a existência de reembolsos antecipados com uma magnitude inferior pode originar alguma subestimação dos mesmos, mas permite concentrar a análise em reembolsos antecipados com uma magnitude significativa. Os reembolsos totais antecipados associados a novos empréstimos correspondem a reembolsos efetuados por devedores que contraíram um novo empréstimo para habitação no mês do reembolso ou numa vizinhança de três meses deste. Utilizou-se a mediana de três meses para eliminar a influência de valores extremos decorrentes da utilização de dados microeconómicos.

Após a redução no primeiro semestre, o dinamismo dos novos empréstimos esteve associado a novos devedores e a devedores que já tinham empréstimos. Cerca de 65% dos novos empréstimos foram concedidos a devedores que não tinham anteriormente outro empréstimo para habitação. O montante destes empréstimos reduziu-se no início da pandemia, mas recuperou a partir de julho, atingindo no quarto trimestre valores superiores aos pré-pandemia (Gráfico C2.3). Os novos empréstimos a devedores que já tinham empréstimos registaram uma evolução idêntica.

As variações nos novos empréstimos e nos reembolsos antecipados estão relacionadas com a evolução da pandemia. As restrições à mobilidade e ao normal funcionamento da atividade assim como os receios de contágio e a elevada incerteza foram acompanhados por uma forte redução nos fluxos de crédito para habitação no segundo trimestre de 2020. Neste período, os depósitos das famílias aceleraram significativamente e a sua taxa de poupança atingiu um valor

máximo. Neste contexto, algumas famílias terão adiado decisões de compra de casa ou de reembolsos antecipados de empréstimos, privilegiando a detenção de ativos mais líquidos. A partir do terceiro trimestre, com uma melhoria na situação sanitária e a recuperação da atividade, assistiu-se a um aumento dos fluxos associados ao crédito à habitação.

Gráfico C2.3 • Decomposição dos novos empréstimos para habitação | Mediana de três meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal (CRC). | Notas: O montante dos novos empréstimos associados a reembolsos totais antecipados correspondem a novos empréstimos de devedores que efetuaram reembolsos de crédito para habitação no mês da contratação do novo crédito ou numa vizinhança de três meses deste. O montante de novos empréstimos a novos devedores correspondem a empréstimos de devedores que não têm nenhum empréstimo para habitação nos quatro meses anteriores à contratação do novo crédito. Utilizou-se a mediana de três meses para eliminar a influência de valores extremos decorrentes da utilização de dados microeconómicos.

4 Finanças públicas

O défice das administrações públicas situou-se em 5,7% do PIB, após um excedente de 0,1% no ano anterior. A variação do saldo primário de 5,9 pp, passando de um excedente de 3,0% para um défice de 2,8%, foi ligeiramente superior à verificada no saldo total, devido à redução do peso da despesa em juros no PIB. O défice orçamental encontra-se abaixo do registado no conjunto da área do euro (7,2% do PIB), sendo a diferença mais significativa quando se considera o défice primário (5,7% do PIB).

O défice observado situou-se abaixo das estimativas oficiais. No Orçamento Suplementar de 2020 e no Orçamento do Estado para 2021, os objetivos para o défice situavam-se em 6,3% e 7,3% do PIB, respetivamente. A taxa de variação da despesa primária situou-se apenas 1 pp acima do previsto, e as diferenças mais significativas decorreram da redução percentual da receita fiscal e contributiva inferior à estimada em, aproximadamente, 4 pp.

Quadro I.4.1 • Principais indicadores orçamentais | Em percentagem do PIB

	2016	2017	2018	2019	2020	Variação 2020-19	Variação 2020-19 excluindo medidas COVID-19
Saldo total	-1,9	-3,0	-0,3	0,1	-5,7	-5,8	-2,7
Despesa em juros	4,1	3,8	3,4	3,0	2,9	-0,1	-0,1
Saldo primário	2,2	0,8	3,0	3,0	-2,8	-5,9	-2,8
Indicadores estruturais (em percentagem do PIB potencial) [a]							
Saldo estrutural	-1,1	-0,8	-0,5	-0,5	-2,6	-2,1	0,7
Saldo primário estrutural	2,9	2,9	2,9	2,5	0,1	-2,5	0,4
Receita estrutural	42,5	42,4	42,9	42,6	42,5	-0,1	0,2
Despesa primária estrutural	39,6	39,5	39,9	40,1	42,4	2,3	-0,2
Dívida pública	131,5	126,1	121,5	116,8	133,6	16,8	
Variação da dívida pública (em pp)	0,3	-5,4	-4,7	-4,6	16,8		
(-) Saldo primário	-2,2	-0,8	-3,0	-3,0	2,8		
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	-0,6	-2,6	-2,3	-2,0	9,5		
Ajustamentos défice-dívida	3,2	-2,0	0,7	0,4	4,5		
Por memória:							
Medidas temporárias [b]	0,4	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,1	
Dívida líquida de depósitos das administrações públicas	119,5	116,0	113,4	110,1	121,8	11,7	

Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal de acordo com a metodologia e as definições utilizadas no SEBC. Para mais detalhes, ver Braz et al. (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos*, vol. V, n.º 2, abril. (b) Em 2020 considera-se a injeção de capital do Fundo de Resolução no Novo Banco, a sentença de tribunal que determinou o pagamento de retroativos referentes a suplementos de férias da Polícia de Segurança Pública e da Guarda Nacional Republicana e um montante adicional da recuperação da garantia concedida ao BPP. Os detalhes relativos às medidas consideradas entre 2016 e 2019 podem ser consultados em publicações anteriores.

A política orçamental foi expansionista e contracíclica. Considerando as estimativas do Banco de Portugal, ocorreu uma variação muito negativa do hiato do produto (-7,3 pp) e, consequentemente, da componente cíclica do saldo orçamental (-3,6 pp). De acordo com esta estimativa, mais de metade da variação do saldo orçamental em 2020 esteve associada à evolução do ciclo económico. Note-se que as estimativas das variáveis em termos estruturais são especialmente incertas em momentos de brusca inversão do ciclo económico e baseiam-se em elasticidades históricas que não têm em consideração as especificidades da crise atual. As medidas temporárias, com destaque para

as injeções de capital no Novo Banco, não tiveram um impacto significativo na variação do saldo, dado que a sua dimensão foi semelhante à do ano anterior. A deterioração do saldo primário estrutural, indicador utilizado para aferir a orientação da política orçamental, atingiu 2,5 pp. De notar, contudo, que as medidas adotadas no contexto da pandemia não são classificadas como temporárias na definição do Eurosistema, mesmo tendo uma natureza transitória.

Na sequência da crise pandémica, Portugal adotou novas medidas orçamentais avaliadas em cerca de 3% do PIB. As medidas com impacto no rendimento disponível de outros setores institucionais ascendem a 1,9% do PIB, sendo de destacar o *layoff* simplificado (1,0% do PIB, em conjunto com o apoio à retoma progressiva e o incentivo à normalização da atividade). Outras medidas com impacto no saldo orçamental incluem o auxílio estatal à TAP (0,6% do PIB) e as despesas em saúde, nomeadamente com equipamentos de proteção individual para diversos serviços das administrações públicas (0,4% do PIB). Corrigido do impacto destas medidas, o saldo primário estrutural aumentou 0,4 pp, com contributos semelhantes da receita e da despesa primária (Quadro I.4.1). O montante total de medidas não inclui os empréstimos concedidos com garantia pública, cujo peso no PIB aumentou de 0,4%, em 2019, para 3,5%. Estas garantias são responsabilidades contingentes, sem efeito imediato no saldo orçamental, embora constituam um risco orçamental na medida em que vierem a ser acionadas nos anos seguintes.

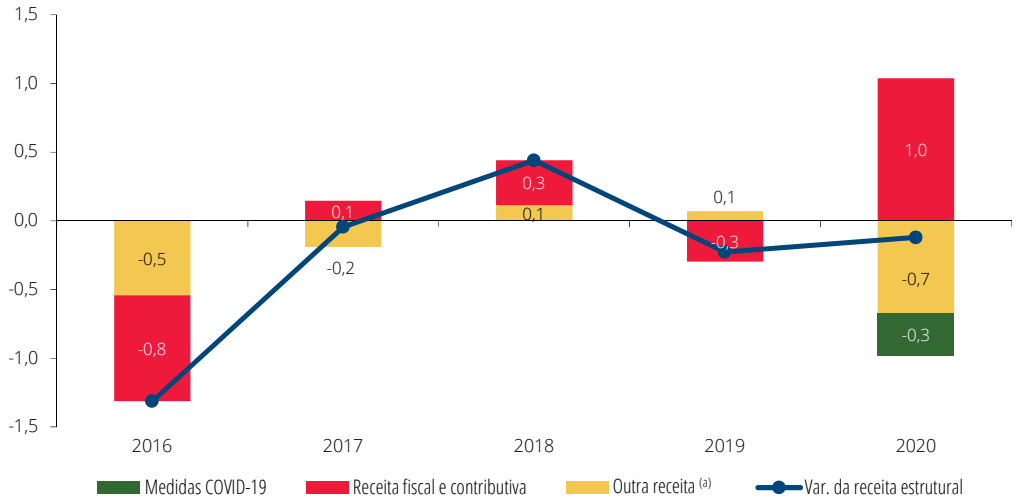
A receita total diminuiu 5% em 2020, essencialmente devido ao efeito dos estabilizadores automáticos. Assim, o rácio da receita estrutural no PIB potencial corrigido de medidas associadas à crise pandémica manteve-se praticamente estável. Quando corrigida do efeito do ciclo económico e das medidas de política implementadas, a receita fiscal e contributiva aumentou 1 pp, por via da evolução do IRS e das contribuições sociais, num contexto em que as remunerações dos trabalhadores apresentaram uma forte resiliência face à queda do PIB (Caixa 3) (Gráfico I.4.1).

A outra receita (não fiscal e não contributiva) corrigida do impacto da recuperação da garantia do BPP em 2019 e 2020 e da receita de fundos comunitários associada às medidas de combate à pandemia gerou uma diminuição da receita estrutural em 0,7 pp. As componentes com um contributo mais significativo para esta evolução foram as vendas (-0,5 pp), fortemente afetadas pela redução na provisão de serviços públicos em contexto pandémico e, numa menor medida, os dividendos recebidos pelas administrações públicas (-0,1 pp). O efeito da pandemia foi especialmente significativo nas receitas associadas aos transportes (-0,2% do PIB), sendo contudo transversal a diversos setores das administrações públicas, com destaque para as taxas de justiça, as taxas moderadoras aplicadas no Serviço Nacional de Saúde e as cobradas pelo Instituto dos Registos e Notariado.

A despesa primária cresceu 9%, o que corresponde a 2,6% excluindo o impacto das medidas temporárias e das medidas adotadas na crise. Excluindo, para além destas medidas, também o efeito do ciclo económico nas prestações de desemprego, a despesa primária em rácio do PIB potencial apresentou uma diminuição de 0,2 pp. O consumo intermédio e as prestações em espécie foram as rubricas que mais contribuíram para esta redução (Gráfico I.4.2).

O consumo intermédio e as prestações sociais em espécie variaram, respetivamente, 1,4% e -1,5%, apesar da pressão considerável na saúde. A evolução destas rubricas foi compensada por poupanças resultantes das restrições ao funcionamento de diversos serviços públicos e do recurso ao teletrabalho, embora de dimensão inferior à redução das vendas e outras receitas correntes, acima referida. Apesar do aumento da despesa da saúde, a redução da atividade regular foi considerável, em particular nos cuidados hospitalares, o que poderá colocar pressão adicional sobre a despesa nos próximos anos. A necessidade de recuperar atividade não efetuada, ou realizada em condições adversas, poderá ser igualmente necessária noutras áreas de atuação do Estado, como a educação e a justiça.

Gráfico I.4.1 • Contributos para a variação estrutural da receita | Em pontos percentuais do PIB potencial



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

A despesa com pessoal aumentou 3,7%, uma ligeira aceleração face a 2019. O número de funcionários públicos cresceu 2,2% e o vencimento médio aumentou, com destaque para o reforço das horas extraordinárias e outros abonos no âmbito do combate à pandemia e o descongelamento gradual das carreiras, terminado em dezembro de 2019.

As prestações sociais em dinheiro, excluindo as medidas de resposta à crise, contribuíram em 0,2 pp para a melhoria do saldo orçamental estrutural. Os subsídios de desemprego, corrigidos de efeitos do ciclo económico e de medidas implementadas no contexto da crise, explicam em parte este resultado. Dada a implementação de medidas de política de suporte ao emprego, o aumento superior a 25% do número de beneficiários de subsídios de desemprego foi inferior ao que seria de esperar pela habitual relação entre o hiato do produto e esta rubrica de despesa. A despesa em pensões de velhice e sobrevivência cresceu 3,0%, em resultado do aumento do número de pensionistas em 0,9%, da aplicação da regra de atualização das pensões (cerca de 0,6%, em média) e da implementação de aumentos extraordinários das pensões mais baixas. As restantes prestações sociais em dinheiro cresceram 3,9%, incluindo o aumento dos pagamentos associados ao subsídio de isolamento e de doença, assim como o reforço de outros apoios sociais.

A despesa em subsídios às empresas em rácio do PIB potencial aumentou 1,3 pp. Nesta rubrica foram registados o *layoff* simplificado, o apoio à retoma progressiva, o incentivo extraordinário à normalização, o apoio aos trabalhadores independentes e o programa Apoiar, sendo este último financiado por receita de fundos europeus. A isenção de contribuições sociais associada a estas medidas foi também registada nos subsídios. Estes apoios explicam a quase totalidade da evolução desta rubrica.

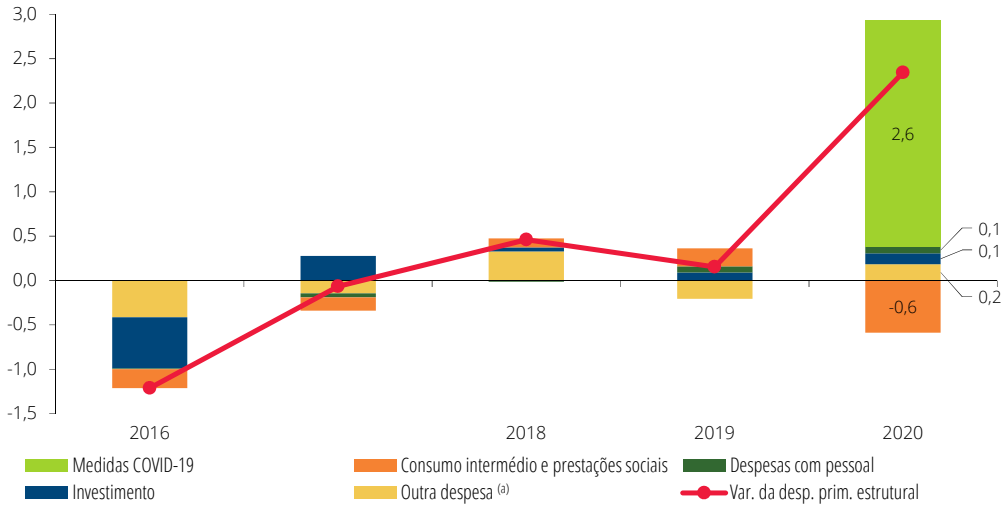
A outra despesa corrente cresceu 9,2%, o que corresponde a 2,9% quando corrigido das medidas de resposta à crise. Este crescimento esteve associado à evolução da contribuição de Portugal para o orçamento comunitário que aumentou quase 17%.

O investimento público aumentou 11,0%, o que corresponde a um aumento de 0,2 pp em rácio do PIB potencial e a uma aceleração face ao crescimento de 5,9% em 2019. Esta aceleração é compatível

com a fase final dos períodos de programação dos fundos europeus. Destaca-se o aumento do investimento nos setores da saúde e dos transportes.

O rácio da outra despesa de capital corrigida de medidas temporárias no PIB potencial aumentou 0,7 pp, essencialmente devido ao registo nesta rubrica de despesa do empréstimo do Estado à TAP e da concessão de uma garantia à SATA, com um impacto de 0,6 pp. Foi também registada na outra despesa de capital a conversão de ativos por impostos diferidos (DTA), com um impacto de 0,1 pp do PIB potencial.

Gráfico I.4.2 • Contributos para a variação estrutural da despesa primária | Em pontos percentuais do PIB potencial



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (a) A outra despesa primária inclui os subsídios, as outras despesas correntes e de capital.

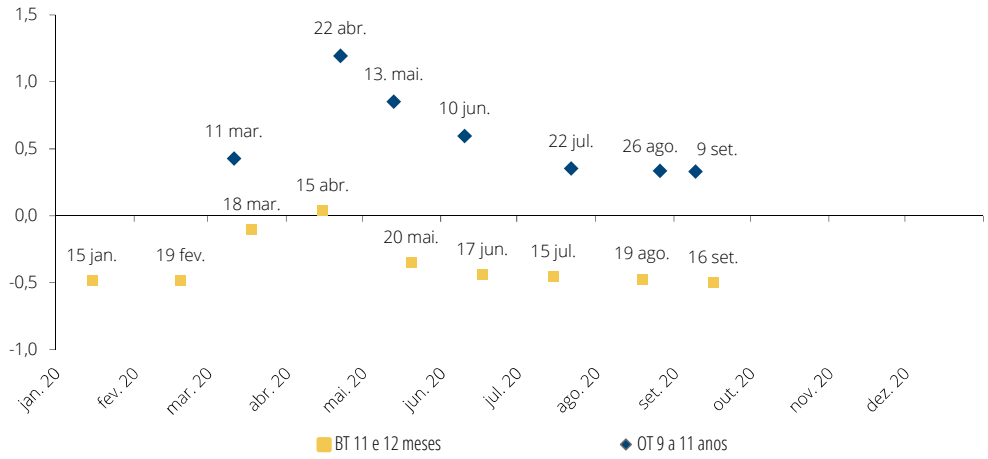
Os encargos com o serviço da dívida diminuíram pelo sexto ano consecutivo. A redução das despesas com juros em 8,6% ocorreu num contexto de aumento do *stock* da dívida pública e de diminuição da taxa de juro implícita da dívida de 2,5% em 2019 para 2,2%. Com exceção das emissões realizadas logo no início da crise pandémica, manteve-se a tendência de redução de taxas nas novas emissões, seguindo os desenvolvimentos do mercado de dívida soberana. Em termos médios, a taxa de juro dos leilões de Bilhetes do Tesouro a um ano foi de -0,4%, estabilizando face ao ano anterior, e a taxa dos leilões de Obrigações do Tesouro com maturidade em torno de 10 anos situou-se em 0,6%, um valor inferior ao registado em 2019 (0,8%) (Gráfico I.4.3). O desembolso de três mil milhões de euros do instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (SURE) reforçou o financiamento da República no final do ano.

O rácio da dívida pública aumentou de 116,8% do PIB em 2019 para 133,6%. A dívida líquida de depósitos teve um aumento de 11,7 pp, uma vez que o peso dos depósitos das administrações públicas no PIB aumentou 5,0 pp (Quadro I.4.1). Na área do euro, o aumento do rácio da dívida pública em 2020 foi igualmente significativo (14,2 pp), atingindo 98% do PIB.

O aumento do rácio da dívida em 2020 foi superior ao défice orçamental devido à contração do PIB, que contribuiu com 6,6 pp, e aos ajustamentos défice-dívida de 4,5% do PIB (Quadro I.4.1).

Estes ajustamentos incluíram a acumulação de depósitos acima enunciada (4,6% do PIB) e desfasamentos temporais entre o registo em caixa e em contabilidade nacional, destacando-se a diferença entre juros pagos e devidos, o registo dos impostos em especialização do exercício e as despesas com pensões associadas às transferências de fundos de pensões realizadas no passado (0,6% do PIB). A emissão de títulos de dívida acima do par atenuou estes efeitos (-1,0% do PIB).

Gráfico I.4.3 • Taxas de juro nos leilões de Bilhetes e Obrigações do Tesouro em 2020 | Em percentagem



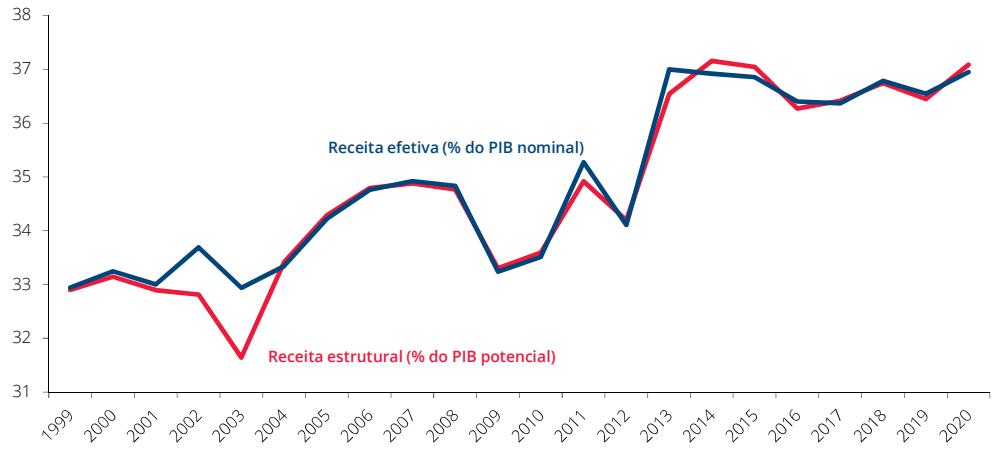
Fonte: IGCP. | Nota: O gráfico apresenta junto a cada observação a data de realização do respetivo leilão.

Caixa 3 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva

Os rácios da receita fiscal e contributiva efetiva e estrutural no PIB aumentaram em 2020, apesar da diminuição significativa da coleta total. Esta evolução contrasta com a observada nas recessões de 2003, 2009 e 2012 (Gráfico C3.1). As medidas de apoio a famílias e empresas ativadas nesta crise sustentaram as bases macroeconómicas dos principais impostos e contribuições sociais. Por exemplo, a coleta de IRS, um dos principais impostos, cresceu apesar da severidade da crise económica.

O conceito de receita fiscal estrutural deve ser entendido como a componente da receita efetiva que não resulta da influência cíclica do PIB. Com base na metodologia adotada no Eurosistema é possível desagregar a variação da receita fiscal estrutural no impacto (i) das medidas de política fiscal (excluindo medidas temporárias); (ii) da elasticidade orçamental (associado à progressividade do IRS); (iii) e do efeito de composição decorrente de desvios entre a evolução observada das bases macroeconómicas e a que decorreria das respetivas elasticidades face ao hiato do produto.[3]

Gráfico C3.1 • Receita de impostos e contribuições sociais

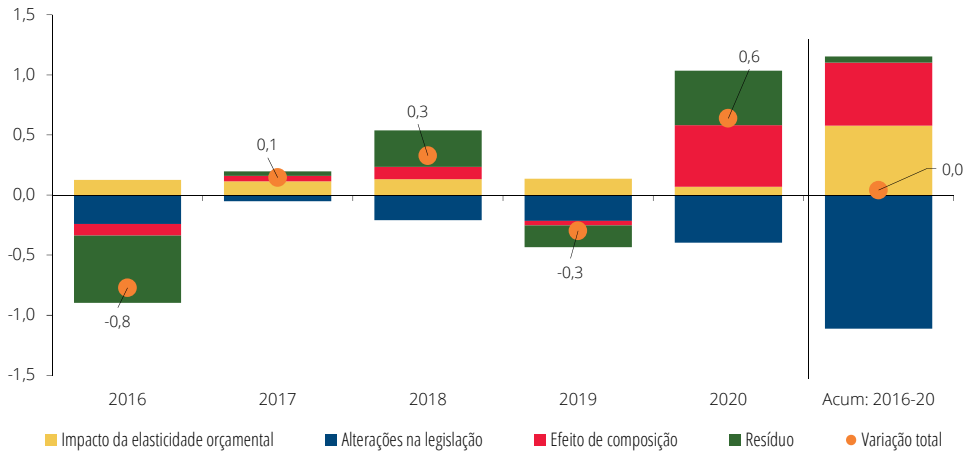


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Em termos estruturais, a receita fiscal e contributiva aumentou 0,6 pp do PIB potencial, apesar do contributo das medidas fiscais para a redução da receita. A possibilidade de suspensão parcial dos pagamentos por conta de IRC e a suspensão dos processos de execução fiscal de impostos e contribuições sociais contribuíram, em 0,4 pp do PIB, para a redução da coleta (Gráfico C3.2). Em sentido oposto, o aumento estrutural da receita fiscal e contributiva deve-se quase exclusivamente a efeitos de composição positivos associados ao aumento das bases fiscais do IRS e das contribuições sociais. Esta evolução está em linha com a observada nos últimos anos. Em termos acumulados, observa-se desde 2016 uma variação nula da receita fiscal estrutural que reflete, por um lado, uma redução de 1,1 pp justificada pelas medidas de política e, por outro, um aumento na mesma magnitude explicado pelo crescimento das bases macroeconómicas acima do PIB, em particular no que se refere à massa salarial.

3. Para mais detalhes, ver Braz et al. (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos Económicos*, vol. V, n.º 2, abril 2019.

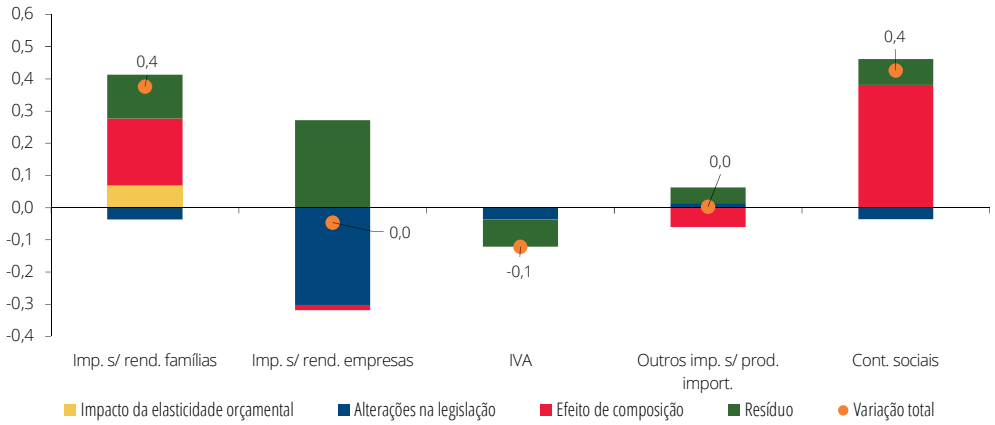
Gráfico C3.2 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais | Em pontos percentuais do PIB potencial



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O resíduo capta todos os fatores que contribuem para a evolução da receita fiscal estrutural que não são individualizados nas restantes componentes.

O aumento estrutural da receita fiscal e contributiva refletiu o crescimento da coleta dos impostos sobre o rendimento das famílias e das contribuições sociais. Em ambos os casos, o aumento da receita estrutural foi de 0,4 pp do PIB potencial (Gráfico C3.3). As medidas de política fiscal tiveram um impacto inexpressivo na coleta, sendo que o principal contributo para o aumento da receita advém dos efeitos de composição. Esta componente capta o facto de a massa salarial ter apresentado uma evolução mais favorável do que decorreria das elasticidades históricas face ao PIB, refletindo o efeito das medidas que mitigaram o impacto da pandemia no mercado de trabalho. O impacto (teórico) estimado da elasticidade na receita do IRS, que capta a progressividade do imposto, foi igualmente positivo. A redução dos reembolsos de IRS (-5,5 por cento), combinada com o crescimento das notas de cobrança (em 10,1 por cento), contribuiu para o aumento da receita de imposto, sendo este efeito captado na componente residual.

Gráfico C3.3 • Contributos para a variação estrutural da receita de impostos e contribuições sociais em 2020 | Em pontos percentuais do PIB potencial



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Parte do resíduo das contribuições sociais reflete as contribuições sociais efetivas e imputadas do regime dos funcionários públicos, registadas também na despesa. O resíduo capta todos os fatores que contribuem para a evolução da receita estrutural e que não são individualizados nas restantes componentes.

A receita estrutural de impostos sobre o rendimento das empresas permaneceu aproximadamente inalterada em rácio do PIB potencial. Em termos efetivos, a coleta de IRC diminuiu 17,1 por cento, apresentando um comportamento próximo do que decorreria a evolução da base considerada na metodologia e das respetivas elasticidades. A possibilidade de suspensão dos dois primeiros pagamentos por conta permitiu assegurar a adequação das prestações aos resultados das empresas. Sem esta medida ter-se-iam observado montantes elevados de reembolsos no terceiro pagamento por conta em dezembro. Assim, a identificação deste efeito enquanto medida de política fiscal capta a dimensão do ajustamento, nos pagamentos por conta. A componente residual, por sua vez, anula quase na íntegra esse efeito refletindo o facto de a coleta efetiva de IRC ter ficado alinhada com a evolução da base.

A receita estrutural de impostos indiretos diminuiu ligeiramente. A diminuição estrutural da receita do IVA, em 0,1 pp, decorreu sobretudo de uma redução dos reembolsos menor do que a da receita bruta. Este efeito é captado na componente residual. A relativa estabilização dos restantes impostos indiretos em rácio do PIB potencial tem subjacentes dois contributos simétricos de magnitude reduzida. Por um lado, o efeito de composição negativo decorreu da maior queda das quantidades consumidas face ao que seria expetável dada as variações do hiato do produto. Por outro lado, a componente residual positiva refletiu, entre outros efeitos, o aumento da receita proveniente dos leilões de licenças de carbono e alguma resiliência na receita do Imposto Municipal sobre Imóveis.

5 Atividade económica

A evolução da economia portuguesa foi fortemente condicionada pela pandemia COVID-19 e pela adoção de medidas de contenção. De acordo com as estimativas oficiais, o PIB caiu 7,6% face a 2019, numa magnitude superior à estimada para a área do euro (-6,8%) (Quadro I.5.1). Numa análise de equilíbrio geral, a evolução dos agregados macroeconómicos em 2020 foi marcada por perturbações na procura e na oferta (Caixa 4). Na ótica da despesa, a quebra da atividade económica deveu-se essencialmente ao comportamento das exportações (-18,6%), em particular de serviços, e do consumo privado (-5,9%).

Quadro I.5.1 • PIB e principais componentes da despesa | Taxa de variação homóloga
em percentagem, salvo indicação em contrário

	% PIB em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga				
		2018	2019	2020	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
PIB	100,0	2,8	2,5	-7,6	2,6	-2,2	-16,4	-5,6	-6,1
Procura interna	99,6	3,2	2,8	-4,6	1,2	-0,7	-11,9	-3,5	-2,6
Consumo privado	63,8	2,6	2,6	-5,9	2,5	-0,4	-14,4	-4,0	-4,7
Consumo público	16,8	0,6	0,7	0,4	1,7	0,1	-4,0	2,7	2,8
Investimento	18,9	7,8	5,4	-4,9	-3,6	-2,4	-10,0	-7,1	0,1
FBCF	18,2	6,2	5,4	-1,9	2,6	-0,3	-8,5	0,7	0,3
Variação de existências [a]	0,8	0,3	0,0	-0,6	-1,1	-0,4	-0,3	-1,5	0,0
Exportações	43,5	4,1	3,9	-18,6	6,7	-5,3	-39,2	-16,0	-14,4
Importações	43,2	5,0	4,7	-12,0	3,4	-1,8	-29,1	-11,1	-6,5
Contributo da procura interna líquida de importações [b]		1,8	1,6	-2,3	1,2	-0,4	-6,5	-0,9	-1,5
Contributo das exportações líquidas de importações [b]		1,1	0,9	-5,2	1,4	-1,8	-9,9	-4,7	-4,6
Por memória:									
PIB – Área do euro		1,9	1,3	-6,8	1,0	-3,3	-14,6	-4,2	-4,9
Taxa de variação em cadeia do PIB:									
Portugal					0,7	-4,0	-14,0	13,4	0,2
Área do euro					0,1	-3,8	-11,6	12,5	-0,7

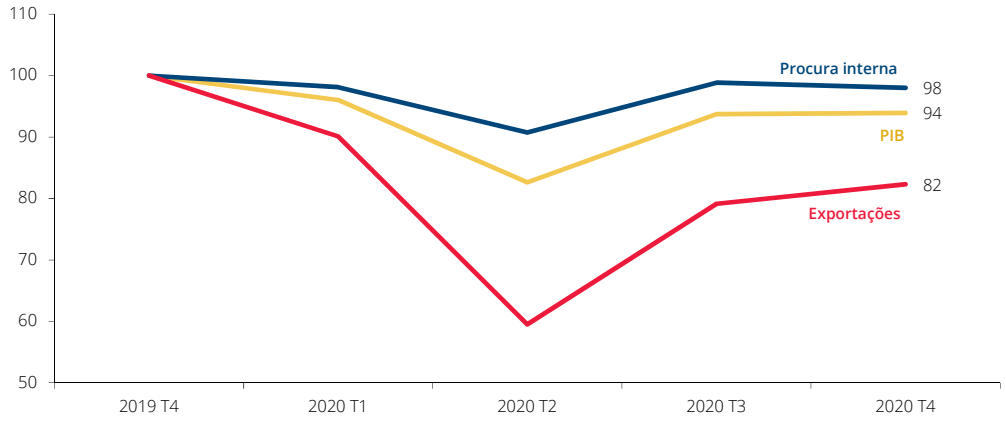
Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Inclui aquisições líquidas de cessões de objetos de valor (ACOV) e está expresso em contributos para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais; (b) Contributos para a taxa de variação real do PIB líquidos de importações, em pontos percentuais. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2017. Para mais informações sobre a metodologia, ver Caixa 4 "Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa", do *Boletim Económico* de março de 2019.

O perfil trimestral da atividade foi marcado. Depois de quedas em cadeia no primeiro e segundo trimestres de 4% e de 14%, a economia recuperou de forma vincada, crescendo 13,4% no terceiro trimestre (Gráfico I.5.1). No quarto trimestre, a recuperação foi praticamente interrompida (taxa de variação de 0,2% em cadeia). No final do ano, a atividade económica situava-se cerca de 6% abaixo do nível pré-pandemia. Considerando os agregados de despesa líquidos de conteúdos importados, a procura interna recuperou quase totalmente, situando-se 2% abaixo do valor do final de 2019, ao contrário das exportações que, no final do ano, mantinham um valor 18% inferior.

A evolução do consumo privado foi diferenciada por tipo de despesa. O consumo de bens duradouros reduziu-se 7,6% (aumento de 1,7% em 2019). Após uma queda acentuada no segundo trimestre, seguiu-se uma recuperação para os níveis pré-pandemia logo no terceiro trimestre, que

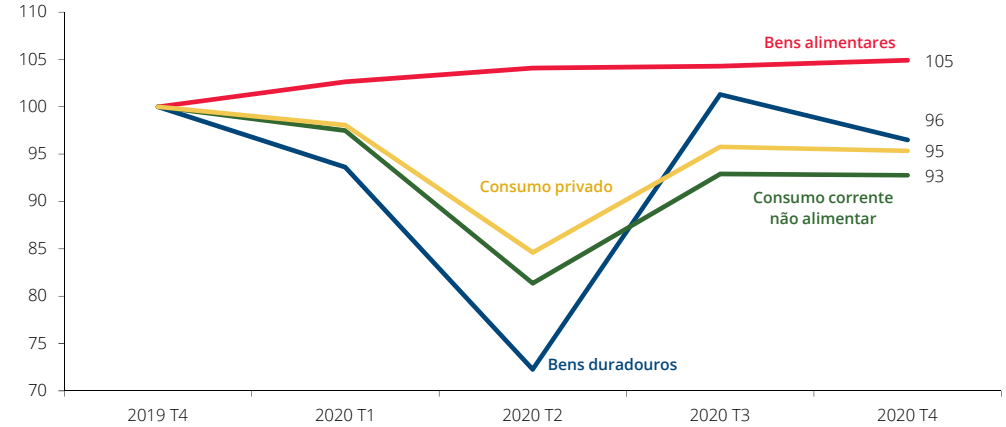
foi interrompida no final do ano (Gráfico I.5.2). Essa recuperação está associada à aquisição de equipamentos de tecnologias de informação e comunicação, material de escritório e outros bens para o lar. O consumo corrente não alimentar teve uma queda inédita de 8,3%. As restrições à mobilidade e ao normal funcionamento das atividades, a par de receios de contágio, afetaram em particular o consumo de serviços que requerem maior interação pessoal. Em contraste, o consumo de bens alimentares aumentou 4,7% (1,8% em 2019), refletindo os longos períodos de encerramento do setor da restauração.

Gráfico I.5.1 • PIB, procura interna e exportações | Índice, 2019 T4 = 100



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Agregados líquidos de conteúdos importados.

Gráfico I.5.2 • Consumo privado e componentes | Índice, 2019 T4 = 100



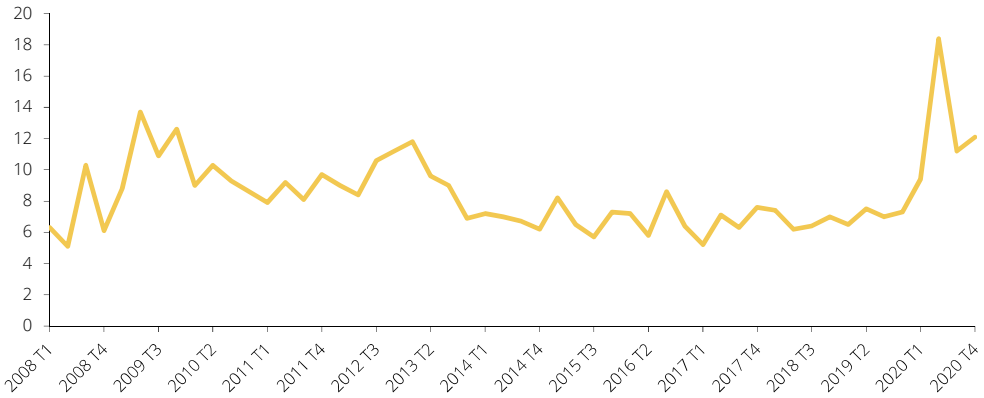
Fonte: INE.

A crise caraterizou-se por um aumento marcado da poupança dos particulares para 12,8% do rendimento disponível, um máximo desde 2002. Este aumento foi muito superior ao verificado nas últimas duas crises e revela um comportamento de precaução das famílias. O aumento reflete também uma poupança involuntária decorrente das limitações ao consumo e da dificuldade em substituir o tipo de despesa mais afetada. No segundo trimestre, a taxa de poupança subiu para 18,4% (Gráfico I.5.3). Na segunda metade do ano observou-se uma diminuição, mas a taxa permaneceu em valores muito superiores aos observados nos últimos anos. Os dados

de compras com cartões bancários mostram que os indivíduos de consumo elevado reduziram mais acentuadamente as suas despesas, pelo que a acumulação de poupança terá estado mais concentrada neste grupo.

A poupança dos particulares foi sustentada pelo crescimento de 1% do rendimento disponível nominal. Para esta evolução contribuíram em magnitude idêntica as remunerações do trabalho e as prestações sociais e outras transferências correntes. A preservação do rendimento reflete o funcionamento dos estabilizadores automáticos e, em especial, as medidas implementadas para proteção do emprego e o reforço do apoio social (Caixa 5).

Gráfico I.5.3 • Taxa de poupança dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: INE. | Nota: Dados ajustados de efeitos de calendário e de sazonalidade.

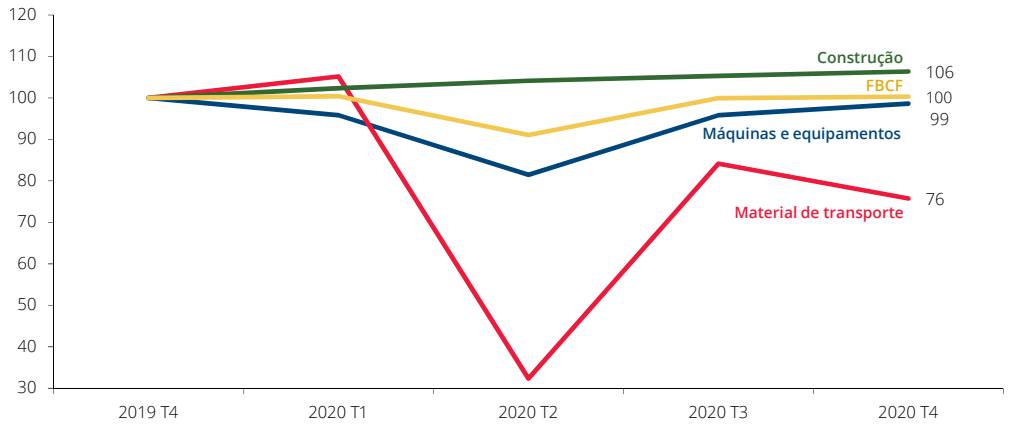
O consumo público cresceu 0,4%, após 0,7% em 2019. Em resposta à crise, a despesa líquida em bens e serviços acelerou devido ao aumento da despesa em saúde e da redução da receita da venda de bens e serviços. No entanto, houve uma redução da despesa associada às limitações no funcionamento dos serviços públicos. Apesar do aumento do número de funcionários das administrações públicas, a queda das horas trabalhadas nos períodos de confinamento reduziu significativamente o volume desta componente, com contrapartida no aumento do respetivo deflator.

Ao contrário de recessões anteriores, a FBCF reduziu-se menos do que o PIB (1,9%), sendo de salientar a resiliência na construção.[4] Este é um facto assinalável da crise atual, em que Portugal se destaca no conjunto da área do euro e que deve ser levado em conta na análise do processo de recuperação. O peso da FBCF no PIB, avaliado a preços constantes, aumentou para 18,8% (17,7% em 2019). Mesmo excluindo a componente de construção, este peso manteve-se praticamente inalterado, em 9%. A FBCF em construção aumentou 4,7% (7,2% em 2019). Para além de as medidas de contenção não terem imposto a suspensão de obras, o dinamismo da construção é explicado pelo fluxo de novos projetos, em particular no imobiliário residencial e em grandes obras de infraestruturas. A procura nacional e internacional na componente residencial permaneceu sustentada. Os novos empréstimos para aquisição de habitação aumentaram e o investimento direto estrangeiro imobiliário manteve um crescimento elevado (8,2% face a 10% em 2019). A componente de construção não residencial permaneceu dinâmica, suportada por grandes obras públicas em curso e pela evolução dos concursos promovidos e contratos celebrados.

4. Ver Secção 3 da Parte I do *Boletim Económico* de dezembro de 2020 para uma análise comparada da evolução da atividade e dos principais agregados macroeconómicos com períodos recessivos anteriores.

A FBCF em máquinas e equipamentos caiu 6,7% e em material de transporte reduziu-se 27,2% (4,3% e -1,7%, respetivamente, em 2019). Em ambos os casos, após a queda no primeiro semestre, observou-se uma recuperação, mais incipiente no material de transporte que, no final de 2020, ainda se situava cerca de 25% abaixo da situação pré-pandemia (Gráfico I.5.4). Pelo contrário, a componente de máquinas e equipamentos recuperou quase completamente. A incerteza exacerbada terá adiado decisões de investimento, sendo que a evolução mais negativa da componente de material de transporte está em parte associada à quebra da atividade no turismo. No entanto, fatores como a perceção do choque pandémico como temporário, os apoios à situação financeira das empresas, a disponibilidade de crédito com taxas de juro baixas e com garantia do Estado ou os investimentos necessários ao teletrabalho terão contribuído para suportar o investimento.

Gráfico I.5.4 • FBCF e principais componentes | Índice, 2019 T4 = 100



Fonte: INE.

Os fluxos comerciais com o exterior reduziram-se fortemente. As exportações foram o agregado da despesa com maior queda no ano (18,6%). Na componente de bens, a queda cifrou-se em 7,6%, inferior à observada em 2009 (12,3%). A recuperação ao longo do ano foi muito rápida, acompanhando a evolução do comércio mundial de mercadorias (Gráfico I.5.5). Nos serviços, a queda de 37,1% não tem precedente histórico e, no final do ano, a recuperação permanecia muito incompleta. Os constrangimentos às viagens internacionais implicaram uma redução drástica dos fluxos de turismo, penalizando fortemente as exportações de serviços.

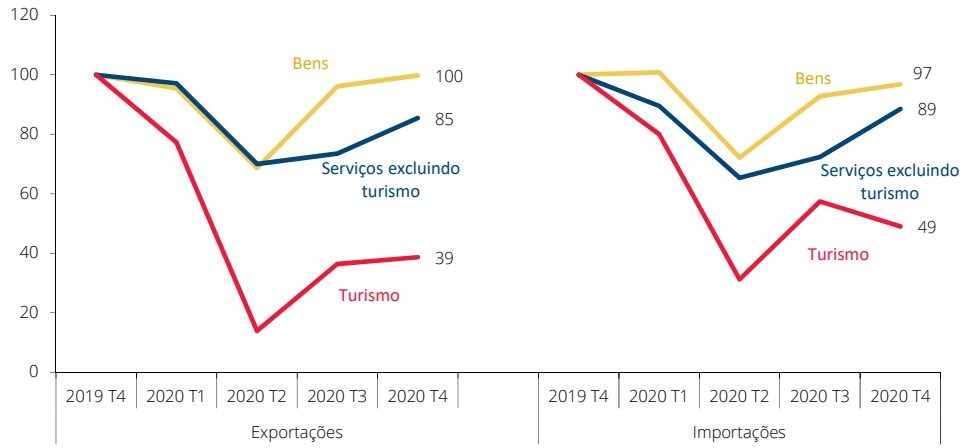
As exportações de bens ganharam quota nos mercados externos. Este ganho foi de cerca de 1% em 2020 (Gráfico I.5.6). Nos mercados da União Europeia, uma análise detalhada do desempenho das exportações nominais de bens revela que o ganho de quota resultou dos contributos dos produtos alimentares, dos minérios e metais comuns e das máquinas e aparelhos elétricos. Por mercado geográfico, destacam-se os ganhos de quota no comércio com Espanha e França.

A queda de 12% das importações foi menor do que a das exportações e tem subjacente uma evolução menos negativa dos serviços, devido ao menor peso do turismo neste fluxo. A redução das importações reflete a evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados. A elasticidade das importações face à procura global foi inferior à média histórica, o que tende a acontecer em períodos recessivos, evidenciando uma maior rigidez das importações.

O valor acrescentado bruto (VAB) caiu 6,4%, com impactos diferenciados nos diversos setores de atividade. A contração do VAB foi maior na indústria (7,6%), do que nos serviços (6,6%), mas

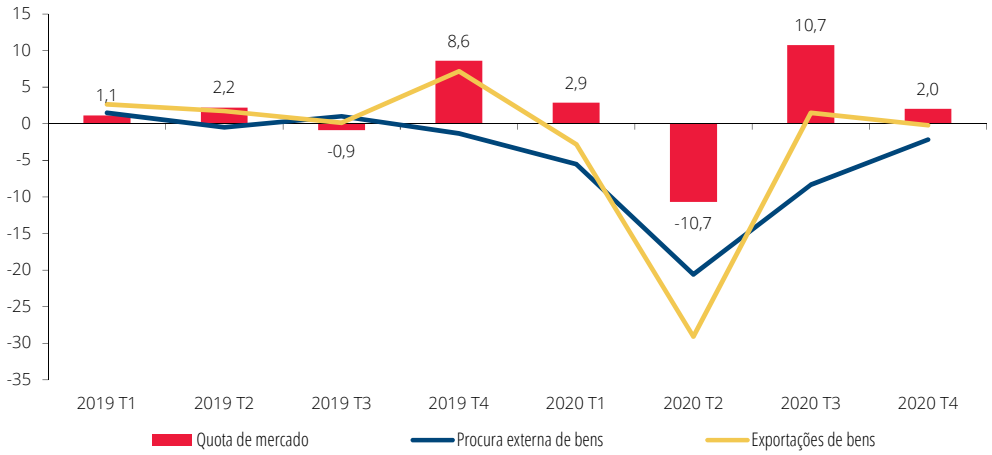
a evolução intra-anual mostra uma recuperação mais lenta dos serviços (Quadro I.5.2). Quedas desta magnitude são habituais em períodos recessivos na indústria, mas nos serviços não têm precedentes nos últimos 25 anos. No setor da construção, o VAB aumentou 3,2% (5,1% em 2019), acelerando ao longo do ano. A discrepância entre a redução do VAB e a do PIB reflete a evolução dos impostos líquidos de subsídios sobre os produtos, que caíram 15% em volume, após um crescimento de 3,2% em 2019.

Gráfico I.5.5 • Fluxos comerciais com o exterior | Índice, 2019 T4 = 100



Fonte: INE.

Gráfico I.5.6 • Exportações de bens, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação homóloga em percentagem e pontos percentuais



Fontes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A procura externa de bens dirigida aos exportadores portugueses foi calculada ponderando o crescimento das importações dos parceiros comerciais pelo seu peso nas exportações portuguesas. Consideraram-se os países disponíveis na base de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, que representavam cerca de 90% das exportações portuguesas em 2020.

Os subsetores de serviços mais dependentes de contacto pessoal foram os mais afetados. A queda do VAB foi mais significativa nos subsetores das artes, entretenimento e cultura (20,3%),

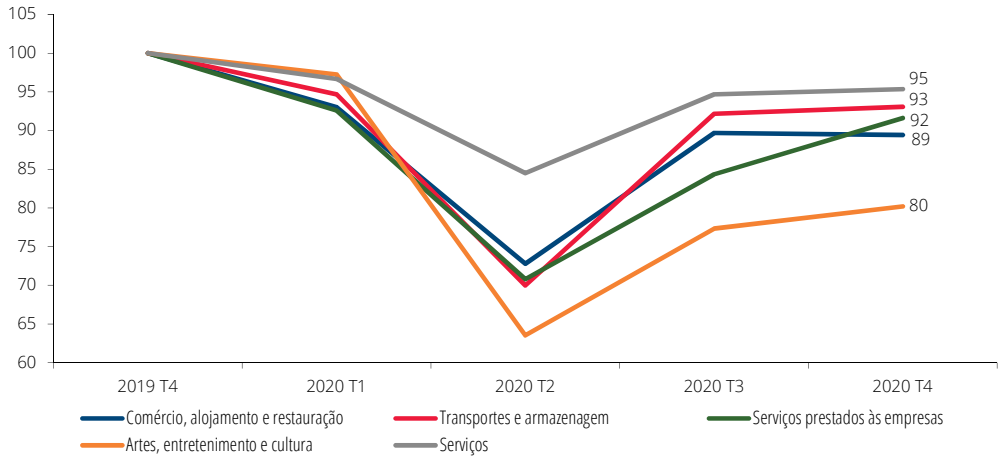
do comércio, alojamento e restauração, dos transportes e armazenagem e dos serviços prestados às empresas (quedas em torno de 12,5%) (Gráfico I.5.7). No final do ano, a recuperação destes subsetores permanecia muito incompleta, destacando-se o subsetor das artes, entretenimento e cultura, onde o nível do VAB correspondia a cerca de 80% do observado no final de 2019. Em contraste, refira-se o dinamismo do VAB das atividades de informação e comunicação, da construção e a resiliência das atividades imobiliárias e alugueres (crescimentos de 3,9%, 3,2% e 0,7%, respetivamente).

Quadro I.5.2 • VAB total e subsetores

	% VAB em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga				
		2018	2019	2020	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
VAB	100,0	2,7	2,4	-6,4	2,2	-2,2	-14,9	-4,6	-4,0
Agricultura, silvicultura e pesca	2,4	-1,1	3,4	-9,0	1,5	-5,4	-9,1	-10,9	-10,8
Indústria (exceto construção)	17,5	4,5	-0,8	-7,6	-1,7	-4,3	-20,9	-3,1	-2,3
Construção	4,3	3,6	5,1	3,2	3,0	0,5	3,9	4,1	4,5
Serviços	75,8	2,3	3,0	-6,6	3,2	-1,7	-14,7	-5,2	-4,7
Comércio, alojamento e restauração	19,6	2,5	4,6	-12,7	4,5	-4,4	-26,0	-9,6	-10,6
Transportes e armazenagem	4,9	3,1	5,1	-12,5	4,4	-4,2	-30,4	-8,5	-6,9
Atividades de informação e comunicação	3,6	5,2	5,5	3,9	4,3	3,1	0,5	5,2	6,7
Atividades financeiras	4,9	2,0	1,1	-2,1	1,6	-0,7	-2,4	-2,9	-2,6
Atividades imobiliárias e alugueres	12,4	0,8	1,1	0,7	1,1	0,9	0,7	0,6	0,6
Serviços prestados às empresas	8,2	6,6	4,7	-12,8	6,0	-2,3	-26,7	-13,8	-8,4
Administração pública, educação e saúde	19,2	1,0	1,1	-1,4	1,7	-0,7	-5,6	0,4	0,3
Artes, entretenimento e cultura	3,0	1,1	3,8	-20,3	3,9	-1,6	-36,4	-23,1	-19,8
Por memória:									
VAB – Área do euro		1,9	1,3	-6,7	0,9	-2,9	-14,6	-4,3	-5,1

Fontes: Eurostat e INE. | Nota: As secções da CAE apresentadas são: A (Agricultura, silvicultura e pesca); B-E (Indústria exceto construção); F (Construção); G e I (Comércio, alojamento e restauração); H (Transportes e armazenagem); J (Atividades de informação e comunicação); K (Atividades financeiras); L (Atividades imobiliárias e alugueres); M e N (Serviços prestados às empresas); O-Q (Administração pública, educação e saúde); R-U (Artes, entretenimento e cultura).

Gráfico I.5.7 • VAB dos subsetores dos serviços mais afetados pela pandemia | Índice, 2019 T4 = 100



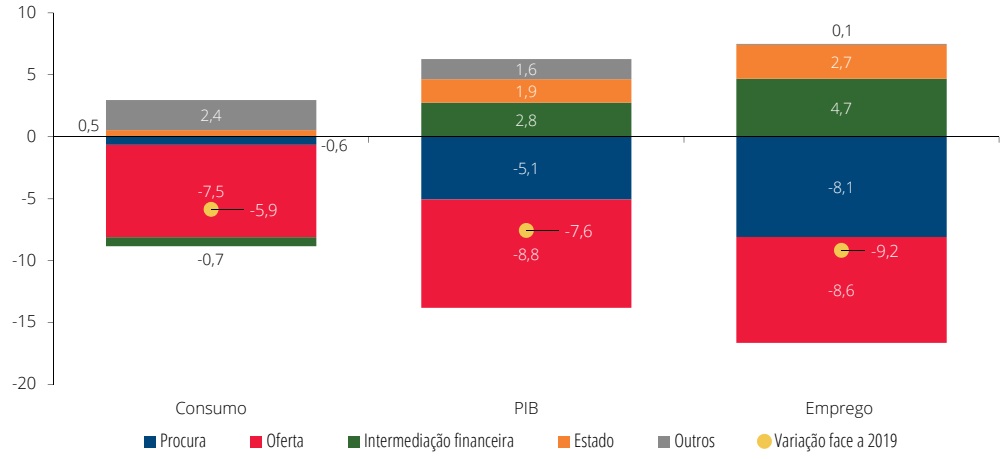
Fontes: Eurostat e INE. | Nota: Os subsetores dos serviços mais afetados pela pandemia considerados correspondem àqueles onde a queda do VAB em volume em 2020 foi superior a 10%.

Caixa 4 • PIB, consumo privado e emprego: uma perspetiva de equilíbrio geral

Com base no modelo de equilíbrio geral PESSOA identificam-se os contributos dos principais determinantes do PIB, do consumo privado e do emprego. Estes determinantes estão agrupados em cinco categorias: oferta, procura, Estado, intermediação financeira e um agregado residual.

Em 2020, a evolução dos agregados macroeconómicos foi predominantemente marcada por perturbações na oferta e, em menor medida, na procura (Gráfico C4.1). As decisões de política económica, refletidas nos contributos das administrações públicas (Estado) e da intermediação financeira, permitiram mitigar o impacto negativo dos choques decorrentes da pandemia, nomeadamente para o PIB e o emprego.

Gráfico C4.1 • PIB, consumo e emprego | Taxa de variação anual em 2020 em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A "oferta" é dominada pelo fator comum a Portugal e à área do euro, e corresponde a choques temporários sobre a taxa de crescimento da tecnologia. A "procura" reflete sobretudo o efeito da procura externa na atividade das empresas residentes. O emprego é medido em horas trabalhadas. Para mais detalhes sobre este tipo de análise e classificação ver a Caixa 3 do *Boletim Económico* de junho de 2020, intitulada "Uma perspetiva de equilíbrio geral sobre a projeção do PIB".

O contributo da oferta para a evolução do PIB, consumo privado e emprego reflete uma queda da produtividade total à escala global. Este fator, comum a Portugal e à área do euro, traduz a natureza global da crise e captura uma menor capacidade produtiva global. Esta evolução expressa o encerramento parcial ou total de empresas ou a incapacidade de manter os níveis de eficiência (do trabalho e do capital) anteriores à situação de crise.

A evolução da procura foi determinada pela redução da procura externa. A menor procura externa dirigida aos produtores nacionais determinou uma evolução muito negativa das exportações, em particular de turismo, e despoletou uma diminuição da produção e das horas trabalhadas.

A política orçamental discricionária permitiu compensar parcialmente os efeitos negativos decorrentes de perturbações na oferta e na procura. A flexibilização das regras orçamentais no contexto da pandemia traduz-se, no modelo, numa maior procura interna quando comparada com o equilíbrio resultante caso essas regras tivessem sido seguidas. As medidas adotadas contribuíram para a manutenção do emprego e de outros fatores produtivos fundamentais para a recuperação económica.

O choque na intermediação financeira reflete condições financeiras mais favoráveis do que seria expetável dada a envolvente económica. A diminuição dos capitais próprios das empresas é inferior ao que seria previsto dado o contexto económico. A estabilidade dos diferenciais de taxas de juro não reflete o aumento de risco de falência associado à maior alavancagem. A política de acomodação monetária do BCE e a manutenção de taxas de juro historicamente baixas, conjuntamente com as medidas públicas – garantias estatais ou moratórias – permitiram condições de financiamento amplamente favoráveis. Este enquadramento criou condições para um maior recurso ao crédito face ao expetável dada a evolução económica. O aumento do endividamento não se repercutiu de forma proporcional nas despesas com juros pagos pelas empresas não financeiras. A evolução dos capitais próprios e do crédito permitiu às empresas financiar níveis mais elevados de capital face àqueles que a queda na atividade económica faria prever, limitando o impacto sobre a produção e o emprego.

Caixa 5 • Perda de rendimento nacional: repartição por setor institucional

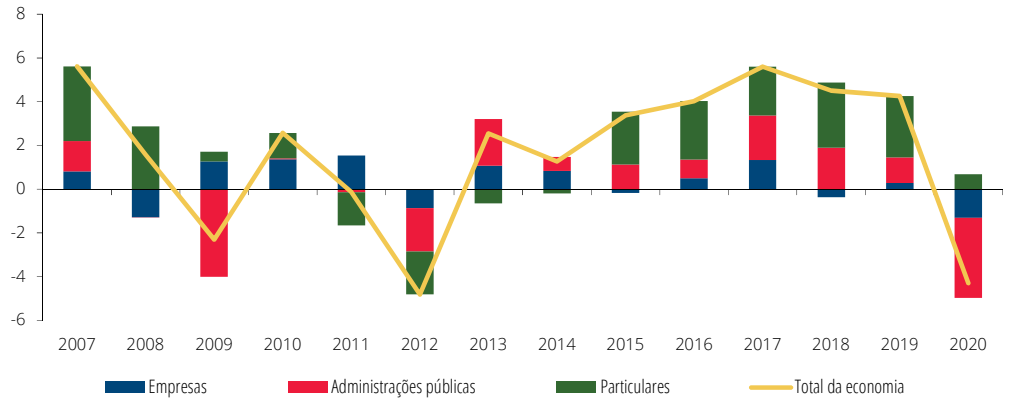
A perda de rendimento da economia portuguesa foi mitigada pela ação dos estabilizadores automáticos e das medidas de apoio adotadas. A queda do rendimento disponível bruto da economia de 4,3%, em termos nominais, foi repartida de forma diversa entre os setores institucionais: particulares, empresas e administrações públicas. Destaca-se o papel das medidas orçamentais implementadas na contenção dos efeitos multiplicadores do choque pandémico sobre as famílias e empresas.

As administrações públicas suportaram cerca de 85% da perda de rendimento nacional. Esta é uma percentagem muito superior ao peso deste setor no rendimento disponível bruto nacional nos últimos cinco anos. Neste período, em termos médios, o rendimento das administrações públicas correspondeu a 18% do rendimento nacional, as famílias dispuseram de cerca de 70% e as empresas de 12%. A participação das administrações públicas na perda de rendimento em 2020 foi idêntica à observada na crise económica e financeira de 2009 mas excedeu largamente a observada durante a crise das dívidas soberanas em 2012 (Gráfico C5.1 e Quadro C5.1).

A diferença na evolução do rendimento deste setor deve ser enquadrada pela natureza diferente das crises. A pandemia constituiu um choque exógeno à economia, enquanto a anterior crise teve origem nos desequilíbrios macroeconómicos que se vinham acumulando. Para além disso, nesta crise partiu-se de um saldo orçamental equilibrado. O impacto das medidas discricionárias adotadas sobre o rendimento das famílias e empresas foi de 1,9% do rendimento disponível nacional. Estas medidas, os estabilizadores automáticos e outras medidas discricionárias sem impacto direto no rendimento disponível contribuíram para uma deterioração de 5,8 pp do saldo orçamental.

As medidas discricionárias foram maioritariamente dirigidas às empresas, mas não compensaram a totalidade das perdas de atividade. O rendimento disponível bruto das empresas diminuiu 11,4% em 2020, depois de ter aumentado cerca de 15% em termos acumulados nos quatro anos anteriores (Quadro C5.1). As medidas discricionárias de apoio ao setor corresponderam a 1,7% do rendimento nacional e a cerca de 15% do rendimento do setor, estando o maior peso associado aos subsídios às empresas – nomeadamente o *layoff* simplificado e o incentivo extraordinário à normalização – e à suspensão dos pagamentos por conta do IRC. A margem operacional das empresas reduziu-se 13,5%, com a quebra de atividade e a manutenção das remunerações, que representam a maior parcela de custos. Avaliando o choque como temporário, as empresas ajustaram o emprego de forma menos pronunciada, evitando custos de despedimento e posterior contratação.

Gráfico C5.1 • Rendimento disponível bruto do total da economia e contributo dos setores institucionais, em termos nominais | Taxa de variação anual em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Em Contas Nacionais, o rendimento disponível bruto nacional corresponde à soma dos rendimentos disponíveis brutos dos setores institucionais (saldo entre receitas e despesas), o qual é utilizado para financiar o consumo final (das famílias e administrações públicas) e o investimento (de todos os agentes). O rendimento disponível bruto do país excluindo os saldos das transferências correntes e dos rendimentos primários com o exterior iguala o PIB. Em 2020, a variação nominal do PIB foi -5,4%.

Quadro C5.1 • Contas nacionais por setor institucional, em termos nominais

			Administrações públicas	Empresas	Das quais: SNF	Particulares	Total da economia
Rendimento disponível bruto (RDB)	% total RDB	2019	19,6	11,5	9,3	68,9	100,0
		2020	16,6	10,7	8,7	72,7	100,0
	tva %	2019	6,0	2,5	-0,9	4,1	4,3
		2020	-18,7	-11,4	-10,3	1,0	-4,3
Consumo	tva %	2019	3,4	–	–	3,6	3,5
		2020	5,2	–	–	-5,0	-2,9
Poupança	% PIB	2019	2,7	11,5	9,3	4,9	19,1
		2020	-2,0	10,7	8,8	9,4	18,1
Investimento	% PIB	2019	1,9	13,0	12,8	4,1	18,9
		2020	2,2	12,6	12,3	4,3	19,1
Transferências de capital e aquisições líquidas de cessões de ativos não-financeiros não produzidos	% PIB	2019	-0,7	0,9	0,3	0,7	0,8
		2020	-1,5	1,8	1,2	0,9	1,2
Capacidade (+) /necessidade de financiamento (-)	% PIB	2019	0,1	-0,6	-3,2	1,5	1,0
		2020	-5,7	-0,1	-2,4	5,9	0,1
Por memória:							
Medidas discricionárias COVID-19 com impacto no rendimento disponível dos outros setores	% total RDB	2020	-1,9	1,7		0,4	

Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal) e Ministério das Finanças. | Notas: Em Contas Nacionais, o rendimento disponível bruto corresponde ao saldo entre receitas e despesas dos diversos setores institucionais, que é utilizado para consumo final (das famílias e administrações públicas) e investimento (de todos os agentes). SNF – Sociedades não financeiras. No caso das empresas, o rendimento disponível é obtido por soma do excedente bruto de exploração – obtido da diferença entre o VAB e as remunerações, adicionada dos subsídios líquidos de impostos à exploração – com os saldos de rendimentos de propriedade e outras transferências correntes e de prestações/contribuições sociais e impostos sobre o rendimento. As medidas discricionárias COVID-19 com impacto no rendimento disponível dos outros setores incluem medidas financiadas por fundos europeus que não têm efeito no rendimento disponível das administrações públicas.

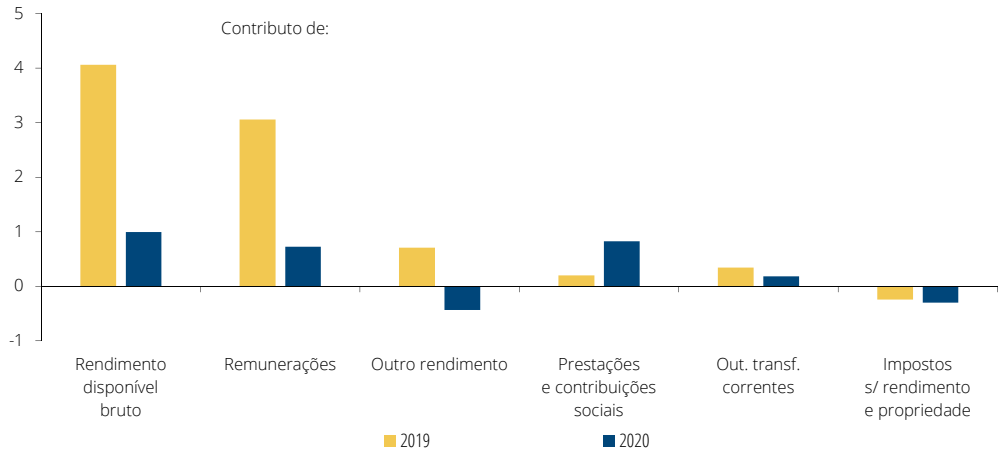
A redução da poupança das empresas foi acompanhada por uma queda de 8,5% do investimento empresarial e um aumento do saldo das transferências de capital, pelo que as necessidades de financiamento do setor se reduziram. Tal refletiu, em particular, a evolução observada nas

sociedades não financeiras, cujas necessidades de financiamento passaram de 3,2% do PIB, em 2019, para 2,4% do PIB, em 2020. Com condições de financiamento favoráveis, as sociedades não financeiras aumentaram o seu endividamento por recurso a empréstimos bancários e à emissão de dívida titulada. Refletindo uma maior preferência por liquidez, uma grande parte dos fundos obtidos pelas empresas foi canalizada para depósitos, que aumentaram de 2,1% do PIB em 2019 para 3,8%.

A resiliência do rendimento disponível dos particulares expressa, em larga medida, o impacto direto das medidas de apoio às famílias e o impacto indireto dos apoios às empresas para salvaguarda do emprego e salários. O rendimento disponível nominal dos particulares cresceu 1% (4,1% em 2019) (Gráfico C5.2). O apoio direto, que inclui apenas as transferências realizadas diretamente do Estado para as famílias na sequência das alterações legislativas, equivaleu a 0,4% do rendimento nacional. A este contributo acresceu o dos habituais estabilizadores automáticos, por via da redução de impostos e contribuições pagas e do aumento das prestações sociais associadas ao desemprego. O rendimento disponível dos particulares beneficiou também do crescimento das remunerações (1,1%), não obstante a perda de emprego (1,7%). É importante ressalvar que a análise incide sobre os desenvolvimentos agregados do setor que englobam situações individuais muito heterogéneas.

Apesar do aumento do rendimento disponível, as famílias reduziram fortemente as suas despesas de consumo, num contexto de maior incerteza e de limitações ao consumo. Esta evolução traduziu-se no aumento acentuado da taxa de poupança para 12,8% do rendimento disponível (7,1% em 2019). Apesar do ligeiro aumento do investimento em percentagem do PIB, a capacidade de financiamento deste setor foi muito superior à verificada no ano anterior (5,9% do PIB, após 1,5% do PIB em 2019). Estes fundos foram maioritariamente canalizados para depósitos, cujas aplicações atingiram 6,2% do PIB (2,8% do PIB em 2019).

Gráfico C5.2 • Rendimento disponível bruto dos particulares e principais contributos | Taxa de variação anual em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O outro rendimento engloba o excedente bruto de exploração dos empresários em nome individual (rendimento misto) e o saldo de rendimentos de propriedade.

6 Mercado de trabalho

A crise pandémica teve efeitos no mercado de trabalho que diferem em larga medida dos ocorridos nos mais recentes episódios de crise. A evolução do volume de emprego (-2%) e de desemprego (3,8%) foi muito mitigada quando comparada com a queda da atividade económica e contrasta fortemente com a redução de cerca de 11% do número de horas efetivamente trabalhadas. Esta evolução está associada às medidas de apoio às empresas, que permitiram uma redução dos horários de trabalho ou mesmo a suspensão total da atividade laboral sem perda de emprego. O impacto do choque pandémico sobre o mercado de trabalho foi assimétrico, tendo poupado os trabalhadores com contratos de duração superior a um ano, em contraste com o observado na anterior crise.

As medidas de apoio às empresas e trabalhadores contribuíram para atenuar a queda do emprego. Após uma queda significativa no início da crise pandémica, o emprego apresentou uma recuperação gradual e incompleta no segundo semestre (Quadro I.6.1). Cerca de 115 mil entidades empregadoras entregaram pedidos de *layoff* simplificado até ao final de julho de 2020, o que abrangia um universo potencial de 1 milhão e 367 mil trabalhadores. Destes, o salário de cerca de 900 mil trabalhadores terá sido apoiado, correspondendo a cerca de 25% do emprego por conta de outrem registado na Segurança Social. Os resultados do Inquérito Rápido e Excecional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE) de julho de 2020 indicam que, na ausência do *layoff* simplificado, a redução do emprego de 3,6% então registada teria sido ampliada para 8%.

Quadro I.6.1 • Emprego

	Milhares de indivíduos		Taxa de variação anual		Taxa de variação homóloga				
	2019	2020	2019	2020	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
Emprego total	4913	4814	1,0	-2,0	0,5	-0,3	-3,8	-3,0	-1,0
Por situação na profissão									
Emprego conta de outrem	4085	4011	0,7	-1,8	0,6	0,3	-3,6	-3,0	-0,9
Emprego por conta própria	810	789	2,6	-2,7	0,3	-2,2	-4,2	-3,7	-0,7
Trabalho familiar	18	15	-12,9	-17,0	-12,3	-34,3	-22,0	23,0	-24,9
Por tipo de contrato									
Contrato sem termo	3236	3298	2,2	1,9	2,6	3,1	1,2	0,9	2,5
Contrato com termo	719	596	-3,5	-17,1	-3,7	-11,2	-20,9	-18,9	-17,5
Contrato prestação de serviços	130	117	-11,1	-10,3	-19,6	-4,7	-26,0	-13,0	2,2
Por regime de duração									
Tempo completo	4405	4341	1,1	-1,5	0,9	0,6	-2,8	-3,2	-0,4
Tempo parcial	508	473	-0,6	-6,8	-3,1	-7,4	-12,1	-1,0	-6,5
Por escalões etários									
Entre 15 e 24 anos	305	256	3,0	-16,1	1,3	-3,8	-18,6	-23,2	-18,4
Entre 25 e 34 anos	936	900	-0,5	-3,8	-1,7	-2,2	-7,1	-5,1	-0,8
Entre 35 e 44 anos	1292	1240	-0,8	-4,1	-1,8	-2,3	-4,5	-5,2	-4,3
Entre 45 e 54 anos	1269	1297	1,4	2,2	3,5	3,1	1,1	2,6	1,9
Mais de 54 anos	1110	1121	3,3	1,0	1,6	0,9	-1,7	0,6	4,1
Por níveis de escolaridade									
Até ao básico – 3.º ciclo	2134	1963	-4,5	-8,0	-3,5	-3,8	-10,0	-9,3	-8,9
Secundário	1405	1401	5,7	-0,3	5,4	4,0	-0,3	-2,6	-2,1
Superior	1368	1450	5,2	6,0	1,8	1,3	2,6	7,2	12,9

Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

Assistiu-se a um aumento do emprego com contrato sem termo, com duração superior a 12 meses, de trabalhadores de idade superior a 45 anos e com ensino superior. Em contraste, o número de empregos com contrato com termo, a tempo parcial, e ocupados por trabalhadores entre os 15 e os 24 anos e com escolaridade até ao 3.º ciclo do ensino básico registou quedas entre 7% e 17%.

A queda do emprego foi mais acentuada nos setores mais afetados pelas medidas de confinamento e de distanciamento social. Nos demais setores, assistiu-se, em média, a uma estabilização do emprego (Quadro I.6.2).

Quadro I.6.2 • Emprego por setor de atividade

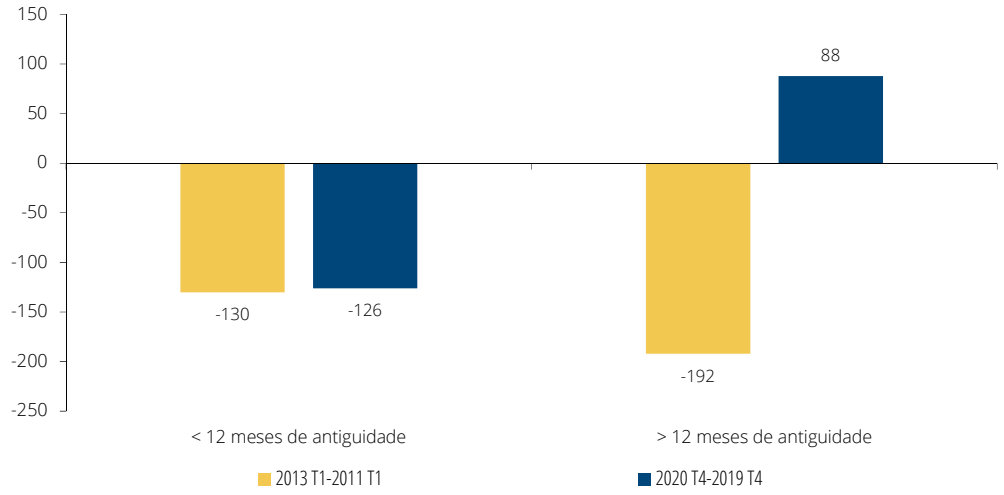
	Milhares de indivíduos		Taxa de variação anual		Taxa de variação homóloga				
	2019	2020	2019	2020	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
Total	4952	4866	0,8	-1,7	0,2	-0,4	-3,4	-2,5	-0,6
Agricultura, silvicultura e pesca	389	383	-7,5	-1,5	-9,8	-8,2	-3,7	-1,3	7,8
Indústria	838	822	0,1	-2,0	-1,0	-1,8	-3,4	-2,4	-0,2
Construção	305	306	0,9	0,5	0,5	-0,4	-1,3	2,8	0,9
Serviços	3420	3354	2,0	-1,9	1,7	0,9	-3,6	-3,2	-1,8
Comércio, transportes, alojamento e restauração	1296	1236	1,4	-4,6	1,0	0,4	-6,1	-6,0	-6,6
Informação e comunicação	110	116	6,5	5,8	5,3	2,9	3,1	6,1	11,0
Atividades financeiras e de seguros	84	84	1,6	0,2	1,0	-1,0	-1,5	-0,8	3,9
Atividades imobiliárias	41	39	5,3	-5,1	5,3	-1,1	-5,2	-7,5	-6,5
Atividades profissionais, científicas, técnicas, administrativas e de suporte	589	567	1,5	-3,8	1,2	0,2	-8,1	-6,5	-0,6
Administração pública, defesa, educação e saúde	1021	1035	2,1	1,3	2,0	1,5	0,6	1,1	2,0
Artes, entretenimento e cultura; outras atividades de serviços	280	278	3,2	-0,6	3,1	2,2	-0,5	-2,3	-1,8
Setores mais afetados	2165	2081	1,7	-3,9	1,3	0,6	-6,0	-5,7	-4,4
Setores menos afetados	2787	2785	0,1	-0,1	-0,7	-1,2	-1,5	-0,1	2,3

Fonte: Eurostat – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As secções da CAE apresentadas são: A (Agricultura, silvicultura e pesca); B-E (Indústria exceto construção); F (Construção); G-I (Comércio, transportes, alojamento e restauração); J (Atividades de informação e comunicação); K (Atividades financeiras e de seguros); L (Atividades imobiliárias e alugueres); M e N (Serviços prestados às empresas); O-Q (Administração pública, educação e saúde); R-U (Artes, entretenimento e cultura). Os setores mais afetados pela pandemia são aqueles que registaram em 2020 uma queda do VAB em volume superior a 10% (secções da CAE: G-I, M e N, R-U). Os valores para o total do emprego diferem dos obtidos pelo INE – Inquérito ao Emprego, refletindo as diferenças nas fontes de informação.

A crise pandémica afetou de forma desproporcional os trabalhadores contratados há menos de um ano. Pelo contrário, o número de trabalhadores com contratos superiores a um ano aumentou. Este perfil de variação do emprego por antiguidade na empresa contrasta com o da crise anterior onde se observou uma queda do emprego idêntica nos dois segmentos (Gráfico I.6.1).

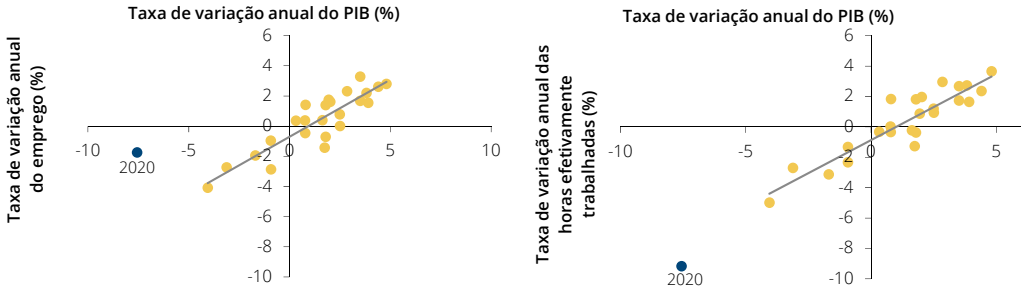
A redução das horas efetivamente trabalhadas deveu-se a um aumento da população empregada ausente do trabalho. Este aumento sem precedentes da população ausente do trabalho foi resultado da redução da atividade e das medidas implementadas em resposta à crise pandémica – *layoff* simplificado, apoio à família, ausência em situação de isolamento profilático – para além das situações de doença. Neste contexto, a evolução das horas trabalhadas reflete melhor a contração económica registada na sequência do choque pandémico (Gráfico I.6.2).

Gráfico I.6.1 • Variação do emprego por conta de outrem, por antiguidade na empresa | Milhares de indivíduos



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico I.6.2 • Variação do emprego, das horas efetivamente trabalhadas e do PIB em Portugal de 1995 a 2020 | Taxa de variação anual



Fonte: Eurostat – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As linhas a azul correspondem às retas de regressão linear entre as duas variáveis representadas em cada gráfico, excluindo o ano de 2020 da amostra.

A produtividade aparente do trabalho, medida com base nas horas trabalhadas, cresceu 1,9%. Para este resultado contribuiu em larga medida o aumento da produtividade horária nos serviços, nomeadamente no setor do comércio, transportes, alojamento e restauração, bem como no setor da construção (Quadro I.6.3).

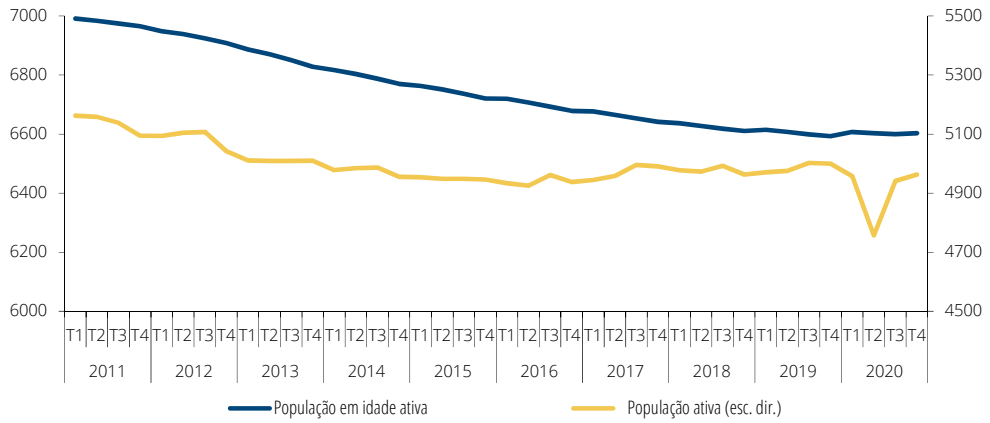
A população ativa diminuiu 1,7% em média anual enquanto a população em idade ativa estabilizou. A crise pandémica veio interromper a trajetória de recuperação da população ativa registada desde 2017, num contexto de redução da população em idade ativa (Gráfico I.6.3). Em 2020, a evolução da população ativa teve um perfil trimestral marcado. O primeiro confinamento geral traduziu-se num aumento muito expressivo da população inativa (de acordo com os critérios de classificação da Organização Internacional do Trabalho), o qual foi quase revertido no segundo semestre. No último trimestre, a queda da população ativa foi de 0,75% face período homólogo.

Quadro I.6.3 • Contributos setoriais para a variação do VAB por hora trabalhada | Taxa de variação anual em percentagem e contributos em pontos percentuais

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2020	*Por memória*: 2008-2013
Total da economia (exc. AP e AI; taxa de variação, em percentagem)	-0,6	-0,2	0,7	0,2	2,0	1,9	3,0	12,3
Contributos intrassetorias (em pp):								
Agricultura, sivilcultura e pescas	0,2	0,1	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,7	1,0
Indústria (excluindo construção)	0,0	-0,1	0,3	0,4	0,1	-0,4	0,6	2,5
Construção	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,8	0,6	0,7
Comércio, transportes, alojamento e restauração	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	1,1	2,0	1,5	5,6
Outros serviços	-0,9	-0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,2	-2,2	-0,6
Contributo intrassetorial	-0,9	-0,5	0,4	0,2	1,8	2,0	1,2	9,1
Contributo intersetorial	0,3	0,4	0,3	0,0	0,2	-0,1	1,8	3,3

Fontes: INE – Contas Nacionais e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: AP e AI correspondem a administrações públicas e atividades imobiliárias, respetivamente. Na análise do VAB por hora trabalhada excluíram-se estes setores, visto que o método de apuramento do VAB destes setores pressupõe que a respetiva produtividade não tenha significado económico (no primeiro caso, o VAB é distorcido pelas "rendas imputadas" e, no segundo caso, o cálculo do VAB dos serviços não mercantis tem por base as remunerações pagas). O cálculo da componente intrassetorial tem por hipótese que o peso do emprego medido em horas se mantém constante entre períodos de forma a medir somente a variação da produtividade em cada setor. Em sentido contrário, o cálculo da componente intersetorial assume que a produtividade não se altera, permitindo isolar o efeito dos fluxos de emprego medido em horas entre setores. Para uma descrição pormenorizada do método de cálculo dos contributos setoriais, consultar a Caixa 6 do *Boletim Económico* de outubro de 2017. As variações entre 2014 e 2020 e entre 2008 e 2013 referem-se a taxas de variação acumuladas.

Gráfico I.6.3 • População em idade ativa e população ativa (15 a 64 anos) | Milhares de indivíduos



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

Como acontece em períodos recessivos, a variação da taxa de desemprego foi inferior à da subutilização do trabalho, refletindo o aumento da população inativa. No entanto, em 2020 a menor sensibilidade da taxa de desemprego à evolução da atividade económica acentuou-se. O número de desempregados aumentou 3,4% face a 2019, situando-se em cerca de 350 mil indivíduos (Quadro I.6.4).

O aumento da taxa de subutilização do trabalho de 12,7% em 2019 para 13,9% foi de magnitude superior à observada na taxa de desemprego, para o que contribuiu o crescimento significativo do número de inativos desencorajados (34,9%). Ainda assim, esta evolução coloca a taxa de subutilização nos valores de 2018 e inferior à observada nas crises anteriores. O desemprego

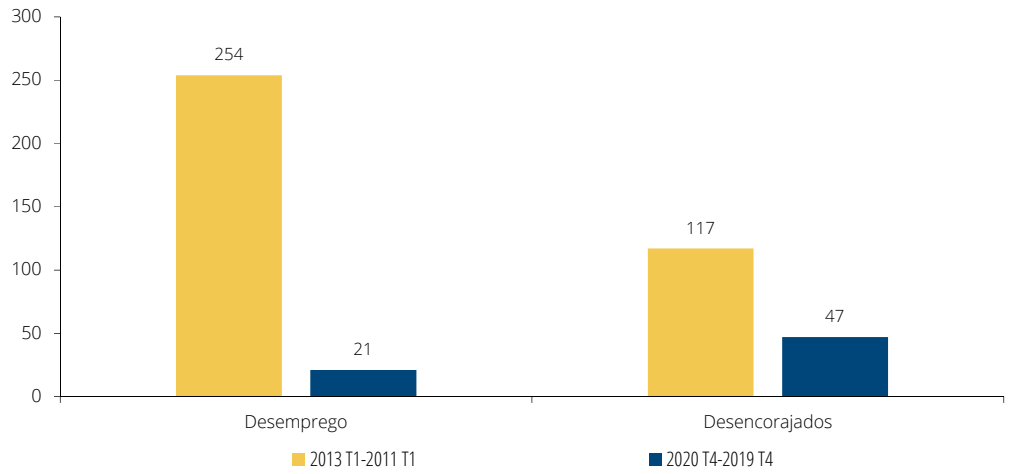
aumentou menos do que na crise anterior, reflexo das medidas de apoio ao emprego, especialmente do *layoff* simplificado (Gráfico I.6.4).

Quadro I.6.4 • Desemprego e subutilização do trabalho | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	Milhares de indivíduos		Percentagem		Percentagem				
	2019	2020	2019	2020	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
Desemprego total	339,5	350,9	-7,2	3,4	0,9	-1,6	-15,2	24,9	5,9
Taxa de desemprego (percentagem da população ativa)	–	–	6,5	6,8	6,7	6,7	5,6	7,8	7,1
Desemprego registado nos centros de emprego (IEFP)	310,9	390,2	-11,4	25,5	-8,4	3,0	36,4	35,7	29,3
Subutilização do trabalho	690,0	751,9	-7,2	9,0	-5,0	-5,8	10,7	21,9	10,7
Taxa de subutilização do trabalho [(a)] (percentagem da população ativa)	–	–	12,7	13,9	12,5	12,9	14,0	14,9	13,8
Inativos desencorajados	167,5	226,0	-9,3	34,9	-18,7	-6,0	85,6	29,8	32,2

Fontes: IEFP e INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram emprego. Para efeito de cálculo desta taxa, a população ativa inclui igualmente estes inativos.

Gráfico I.6.4 • Variação do número de desempregados e de desencorajados | Milhares de indivíduos

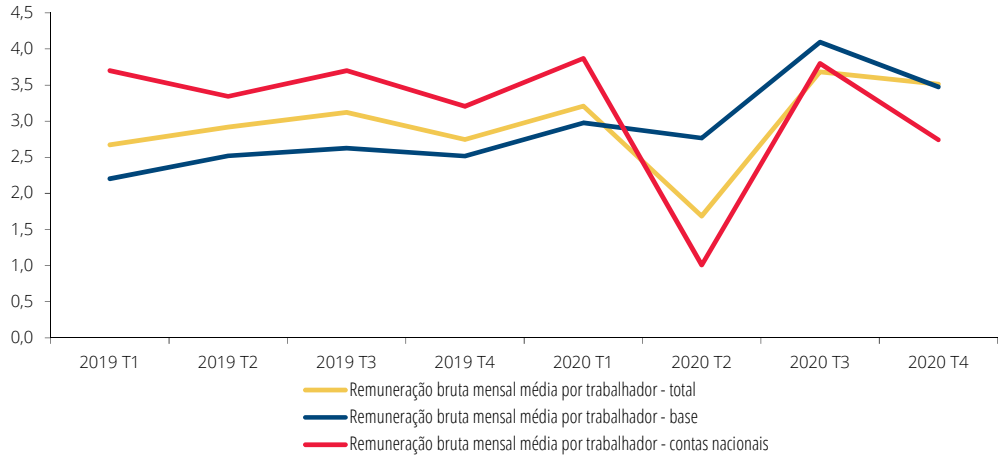


Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

As remunerações médias por trabalhador aumentaram 3%, um valor muito próximo do observado em 2019 (2,9%). A evolução das remunerações do trabalho está afetada pelas medidas de política com impactos diferenciados sobre as remunerações. O salário mínimo aumentou 5,8%, para 635 euros. Por outro lado, as medidas de apoio ao emprego e aos rendimentos do

trabalho, como o *layoff* simplificado e o apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente, salvaguardaram o emprego, mas diminuíram a remuneração auferida. Tal como acontece com o desemprego, as remunerações médias têm um comportamento contido ao longo do ciclo devido aos efeitos de composição que ocorrem no emprego. Ainda assim, a evolução mitigada do emprego face a anteriores períodos recessivos limita o impacto deste fator.

Gráfico I.6.5 • Remunerações por trabalhador | Taxa de variação homóloga em percentagem

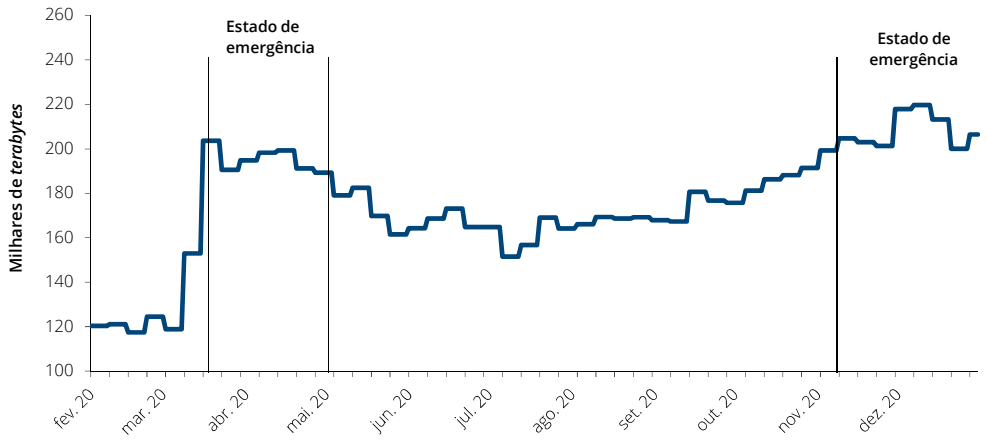


Fontes: Eurostat e INE (Statslab). | Nota: A informação do MTSSS compilada pelo INE (remuneração bruta mensal média por trabalhador, total e base) refere-se ao universo de remunerações declaradas da Segurança Social e da relação contributiva da Caixa Geral de Aposentações.

Caixa 6 • A importância das tecnologias digitais durante a crise pandémica

As tecnologias digitais têm assumido um papel essencial no funcionamento da economia e da sociedade durante a crise pandémica. A utilização das redes e infraestruturas de comunicação registou um aumento muito significativo no período de confinamento. Por exemplo, o tráfego de dados fixos aumentou durante o ano de 2020, em particular durante os períodos de maior incidência das medidas de contenção da pandemia, crescendo mais de dois terços face ao valor imediatamente anterior à pandemia (Gráfico C6.1). Ao permitirem o distanciamento físico, as tecnologias digitais revelaram-se fundamentais para a preservação de parte do sistema socioeconómico, em particular na educação, saúde, entretenimento e na manutenção do contacto entre amigos e familiares. Em contraciclo com a atividade económica, os serviços de comunicação e informação apresentaram crescimentos do VAB de 3,9% e do emprego de 5,8%.

Gráfico C6.1 • Evolução semanal do tráfego de dados fixos e móveis desde fevereiro de 2020 | Valores médios semanais em milhares de *terabytes*



Fonte: ANACOM.

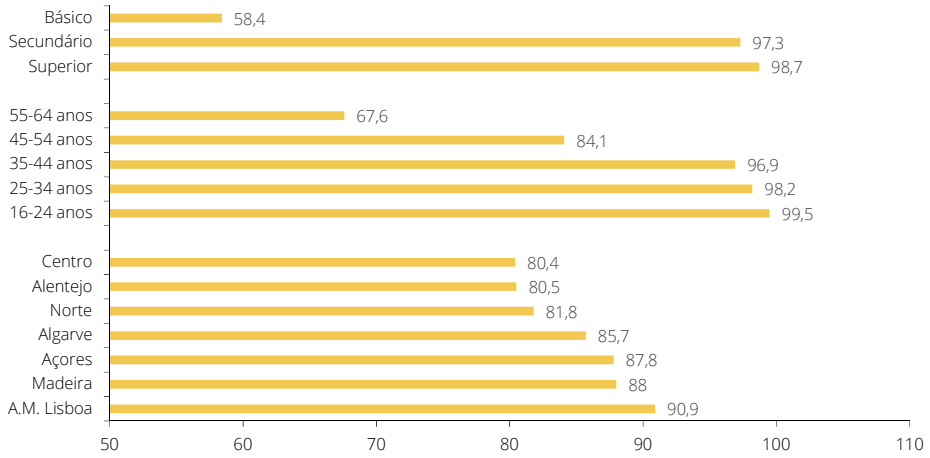
A importância das tecnologias digitais durante a crise pandémica refletiu-se no aumento da população em idade ativa que utilizou a internet. Em 2020, 78,3% da população residente em idade ativa utilizou a internet (75,3% em 2019 e 51,1% em 2010). Apesar da tendência crescente, a percentagem de utilizadores de internet tem permanecido abaixo da média da UE, que era de 86% em 2019 e de 67% em 2010. Por outro lado, persistem assimetrias no acesso dos indivíduos às tecnologias digitais por escolaridade, escalão etário e diferenciação espacial (Gráfico C6.2).

As atividades relacionadas com o ensino foram as que registaram maior crescimento na utilização da internet. A percentagem de utilizadores de internet que comunicou com professores ou colegas através de portais educativos situou-se em 30,8% (14,5% em 2019), enquanto 18% dos utilizadores frequentaram cursos *online* durante o ano (7,7% em 2019).

O teletrabalho foi outra das áreas com maior contributo para o aumento da utilização das tecnologias digitais. Estima-se que o teletrabalho tenha abrangido cerca de um quarto dos trabalhadores no segundo trimestre, aquando do primeiro confinamento geral. No total dos setores incluídos no inquérito COVID-IREE, o regime de teletrabalho foi utilizado por cerca de metade das

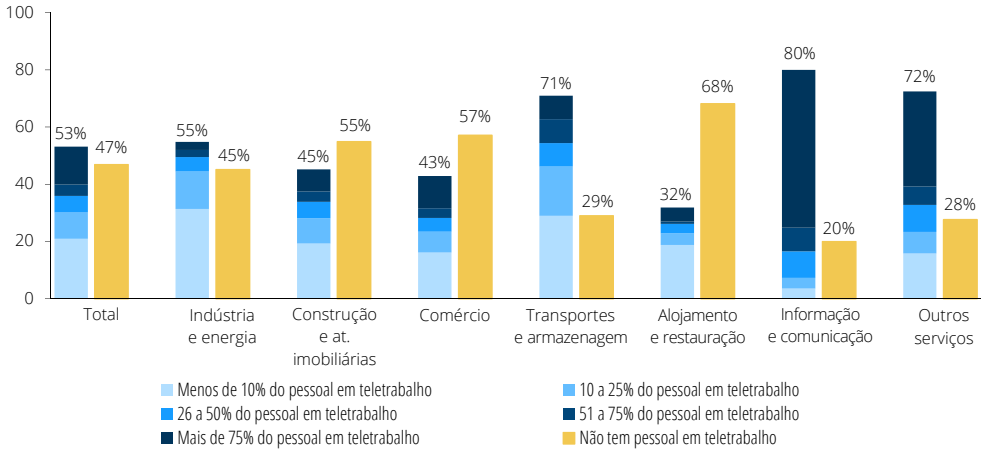
empresas ao longo do segundo trimestre (Gráfico C6.3). Estes resultados são consistentes com a informação do módulo *ad hoc* do Inquérito ao Emprego que revela que, no segundo trimestre, 23,1% da população empregada exerceu a sua profissão em teletrabalho. Com a redução da restritividade das medidas de confinamento, a percentagem de empregados em teletrabalho diminuiu no terceiro e quarto trimestres para 14,2% e 12,3%.

Gráfico C6.2 • Percentagem de indivíduos com acesso à internet em casa por região de residência, escolaridade e idade



Fonte: INE-IUTICF.

Gráfico C6.3 • Percentagem de empresas que recorreram ao teletrabalho no segundo trimestre de 2020

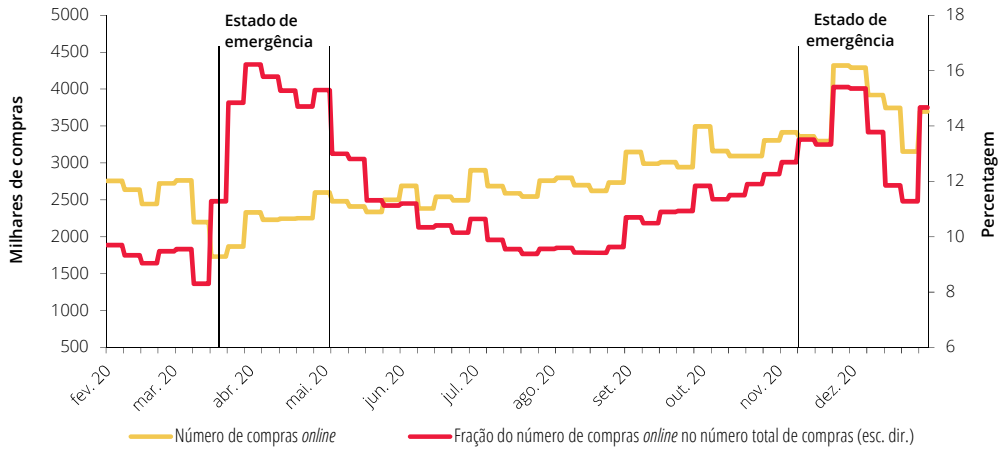


Fonte: COVID-IREE. | Nota: Para mais detalhes, ver Manteu, C., N. Monteiro e A. Sequeira (2020) "O impacto de curto prazo da pandemia de COVID-19 nas empresas portuguesas", *Occasional paper*, n.º 3, Banco de Portugal.

O comércio eletrónico também registou um elevado dinamismo com recurso às tecnologias digitais. As compras eletrónicas tiveram um aumento expressivo no total de compras efetuadas (Gráfico C6.4). Em relação a 2019, o número de compras eletrónicas cresceu quase um

terço, e em valor perto de 10%. A importância do comércio eletrónico é igualmente observável na elevada percentagem de pessoas que efetuaram compras pela internet (44,5%, 7 pp acima do valor de 2019). Apesar deste aumento, Portugal mantém-se abaixo da média da União Europeia na percentagem da população em idade ativa que efetua compras pela internet (49% em 2019).

Gráfico C6.4 • Número de compras *online* realizadas semanalmente através da rede Multibanco
| Em milhares e em percentagem do número total de compras; dados semanais



Fonte: SIBS.

7 Preços

A taxa de inflação situou-se em -0,1%, refletindo impactos de sinal oposto dos choques na procura e na oferta desencadeados pela pandemia. Estes choques influenciaram a evolução da taxa de inflação a partir do segundo trimestre de 2020, com efeitos comparáveis (Caixa 1).

A pandemia implicou alterações nos cabazes de consumo. As restrições impostas e os receios de infeção tiveram impacto diferenciado na despesa por tipo de bens e serviços. Esta alteração nos cabazes de consumo determinou maiores aumentos de preços no grupo de famílias de consumo reduzido face ao grupo de consumo elevado em 2020 (Caixa 7).

A redução de 0,4 pp da taxa de inflação face ao ano anterior refletiu os contributos dos preços dos bens não alimentares e dos serviços. Observou-se um abrandamento dos preços dos serviços (de 1,1% para 0,4%) e uma queda mais acentuada dos preços dos bens industriais, extensível à componente energética e não energética (Quadro I.7.1). No caso da componente energética, a evolução observada é, em larga medida, reflexo da forte queda do preço do petróleo nos mercados internacionais (35,2% quando avaliado em euros).

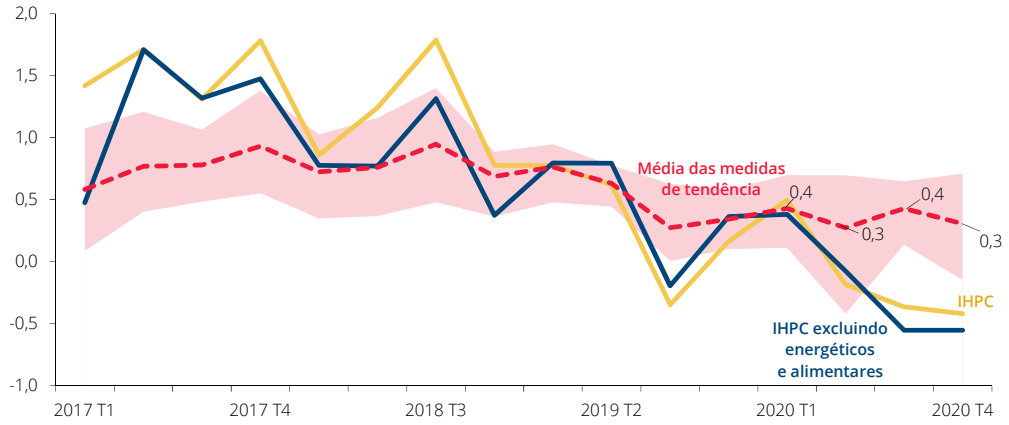
Quadro I.7.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor e principais agregados | Taxa de variação, em percentagem

	Pesos 2020	Taxa de variação anual			Taxas de variação homóloga				
		2018	2019	2020	2019 T4	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4
Total	100,0	1,2	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,2	-0,4	-0,4
Bens	56,4	0,5	-0,3	-0,6	-0,5	-0,1	-1,5	-0,2	-0,5
Alimentares	22,6	1,0	0,6	1,8	0,5	1,0	2,6	1,9	1,8
Não transformados	6,2	1,3	0,2	5,0	0,4	2,4	6,4	6,0	5,2
Transformados	16,3	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	1,2	0,3	0,5
Industriais	33,8	0,2	-0,9	-2,2	-1,2	-0,9	-4,2	-1,6	-2,0
Não energéticos	26,3	-1,1	-0,6	-1,3	-0,8	-1,2	-2,7	-0,5	-0,9
Energéticos	7,5	4,8	-1,7	-5,2	-2,5	0,2	-9,6	-5,5	-5,8
Serviços	43,6	2,1	1,1	0,4	1,1	1,3	1,5	-0,6	-0,4
Por memória:									
Total excluindo energéticos	92,5	0,9	0,5	0,3	0,4	0,5	0,6	0,0	0,0
Total excluindo alimentares e energéticos	69,9	0,8	0,4	-0,2	0,4	0,4	-0,1	-0,6	-0,6
Total excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo	64,7	0,4	0,5	0,2	0,3	0,1	-0,4	0,6	0,4
Total excluindo preços administrados	88,1	1,1	0,3	-0,1	0,3	0,7	-0,1	-0,4	-0,6
IPC	–	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,0	-0,2
IHPC – Área do euro	–	1,8	1,2	0,3	1,0	1,1	0,2	0,0	-0,3

Fontes: Eurostat e INE.

Os preços dos bens alimentares cresceram 1,8%. A aceleração de 0,6 pp face a 2019 refletiu a evolução dos preços dos bens alimentares não transformados, que aumentaram 7,5% em abril e mantiveram crescimentos elevados o resto do ano. Para este aumento contribuiu a procura associada à substituição de serviços de restauração por refeições confecionadas em casa, assim como disrupções pontuais na oferta e a subida dos preços internacionais das matérias-primas alimentares na segunda metade do ano. A variação anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) excluindo bens energéticos e alimentares situou-se em -0,2% (0,4% em 2019). A média simples das medidas de tendência de inflação aponta para a manutenção de taxas de inflação subjacente positivas, mas inferiores a 1%, tal como nos últimos anos (Gráfico I.7.1).

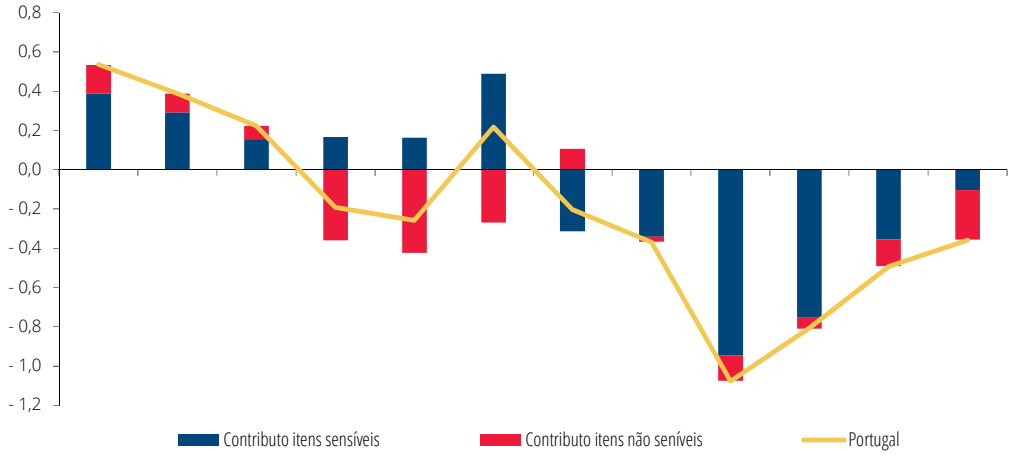
Gráfico I.7.1 • IHPC e medidas de tendência | Taxa de variação homóloga em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A zona a sombreado inclui os valores das seguintes medidas de tendência de inflação: média aparada a 5% e a 12,5%, mediana, primeira componente principal dos subíndices que compõem o IHPC e IHPC excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo. A linha tracejada é uma média simples destes valores.

A variação dos preços no consumidor foi mais negativa no segundo semestre, refletindo o comportamento dos preços dos serviços. A pandemia implicou constrangimentos na recolha de alguns preços – principalmente durante o segundo trimestre e na componente dos serviços – que obrigaram à sua imputação. No segundo semestre, os preços dos itens considerados sensíveis ao choque pandémico, em particular os relacionados com as atividades turísticas, foram os que contribuíram mais para a descida da inflação excluindo bens alimentares e energéticos (Gráfico I.7.2).

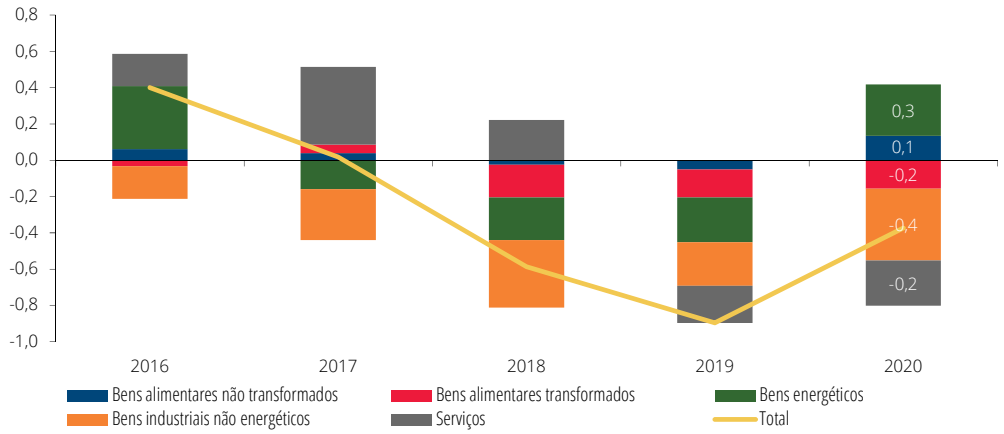
Gráfico I.7.2 • IHPC e contributos de itens sensíveis vs. não sensíveis à pandemia | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Seguindo a metodologia de Shapiro (2020), itens considerados sensíveis à pandemia são aqueles para os quais o valor da inflação, no período de impacto inicial da pandemia, registou um desvio estatisticamente significativo face à sua média nos últimos cinco anos. Este apuramento foi feito com base em regressões simples, nas quais se regrediu a inflação de cada item, numa variável binária, igual a 1 no período de fevereiro a abril, sendo classificados como itens sensíveis aqueles com coeficientes estatisticamente significativos, a um nível de significância de 10%. No caso de itens severamente afetados pela imputação de preços, a binária considerada toma valor 1 nos meses de março, julho e agosto, sendo que os meses onde a recolha de preços foi impossibilitada foram excluídos da análise.

O diferencial de inflação face à área do euro situou-se em -0,4 pp, após -0,9 pp em 2019. Na área do euro, a inflação reduziu-se de 1,2% em 2019 para 0,3% em 2020. Esta redução deveu-se, em grande parte, à queda dos preços dos bens energéticos, embora reflita também o abrandamento dos preços dos serviços na segunda metade do ano. Os maiores contributos para a diminuição do diferencial advêm dos bens alimentares não transformados – que aceleraram mais em Portugal – e dos bens energéticos – com uma queda de menor magnitude face à área do euro (Gráfico I.7.3).

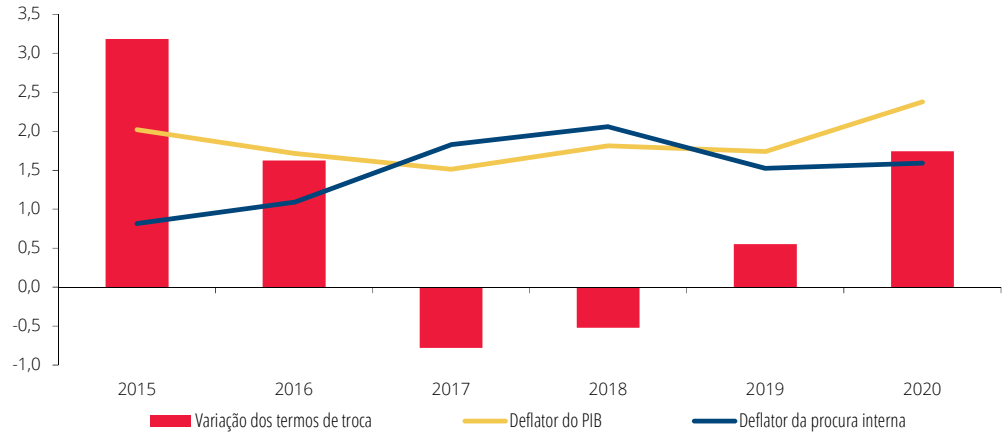
Gráfico I.7.3 • Diferencial de inflação entre Portugal e área do euro | Contributos em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE.

O deflator do PIB aumentou 2,4%, mais 0,7 pp do que em 2019, refletindo um maior ganho de termos de troca. O ganho de 1,7% nos termos de troca resultou da queda do preço do petróleo em euros. A aceleração do deflator do PIB deveu-se também, em menor grau, ao contributo do deflator da procura interna (Gráfico I.7.4). O maior crescimento deste deflator está associado à evolução do deflator de consumo público, refletindo a redução das horas trabalhadas sem alteração dos salários

Gráfico I.7.4 • Decomposição do deflator do PIB | Taxa de variação anual em percentagem

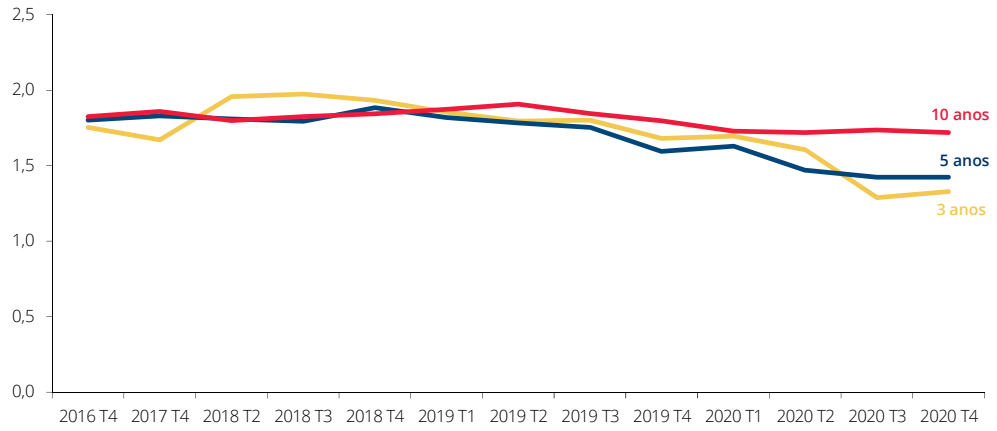


Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

O deflator do consumo privado cresceu acima dos índices de preços no consumidor. A diferença entre a variação do deflator do consumo privado (0,9%) e dos índices de preços no consumidor (IHPC e IPC) é explicada essencialmente por dois fatores: (i) o aumento dos preços das rendas (2,6%) e o seu maior peso no deflator do consumo, devido à contabilização das rendas imputadas no consumo; (ii) o facto das contas nacionais considerarem pesos do cabaz de consumo do ano corrente, o que implica um maior peso do consumo alimentar, cujos preços apresentaram aumentos acentuados.

As expetativas da inflação a longo prazo para Portugal mantiveram-se relativamente estáveis, com alguma revisão em baixa nos prazos mais curtos. As previsões da Consensus Economics para a inflação em Portugal num prazo de 6-10 anos mantiveram-se relativamente inalteradas em torno de 1,7%. As previsões a três e cinco anos diminuíram no primeiro semestre (cerca de -0,3 pp), estabilizando em torno de 1,3-1,4% no final do ano (Gráfico I.7.5). Na área do euro, observou-se uma evolução semelhante destas expetativas, sendo que as previsões da inflação a longo prazo também se encontram relativamente estáveis em torno de 1,8% (Secção 2).

Gráfico I.7.5 • Previsões de inflação – Portugal | Em percentagem



Fonte: Consensus Economics. | Nota: Até 2018 T2, as previsões de inflação eram apenas divulgadas semestralmente. De 2018 T2 em diante, os valores passaram a ser atualizados todos os trimestres.

Caixa 7 • Estimativas de inflação por quartis de despesa média

A inflação por grupos de consumo, definidos pela despesa média, pode diferir refletindo diferenças nos cabazes consumidos e na evolução dos preços. Os índices de preços no consumidor são uma medida abrangente da variação dos preços dos bens e serviços habitualmente consumidos pelas famílias. A pandemia e as limitações associadas ao consumo de diversos bens e serviços implicaram ajustamentos nos cabazes de consumo da população e variações acentuadas dos preços de algumas componentes, com impacto sobre a inflação associada. Esta caixa apresenta estimativas da inflação relevante para grupos com diferentes níveis de consumo nos últimos três anos.

A informação disponível permite calcular estimativas de inflação para diferentes grupos de consumo com base na estrutura da despesa. Nas estimativas de inflação para 2018 e 2019 foram utilizados os pesos obtidos no Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) de 2015. Para 2020, de modo a captar as alterações no cabaz consumido, estes pesos foram atualizados a partir de dados de pagamentos com cartões nacionais por quartis de consumo cedidos pela Sociedade Interbancária de Serviços (SIBS). São apresentadas estimativas de inflação para três grupos de consumo: consumo elevado – equivale ao quarto quartil de despesa do IDEF que, na classificação da SIBS, corresponde ao quarto quartil de despesa média por cartão a nível nacional nos 12 meses anteriores; consumo médio – corresponde ao terceiro quartil no IDEF e nos cartões; e consumo reduzido – que agrega o primeiro e segundo quartis do IDEF e dos cartões (ou seja, representam a metade da população com menor consumo).

As diferenças na estrutura de despesa estão concentradas nos bens alimentares que têm um peso superior no grupo de menor consumo. Como seria de esperar, os pesos obtidos através do IDEF para o total de indivíduos são próximos dos pesos oficiais do Índice de Preços no Consumidor (IPC) para 2020. A decomposição da despesa do IDEF para os grupos de consumo permite identificar diferenças nos respetivos cabazes. Por exemplo, no grupo de consumo elevado, a despesa em produtos alimentares tem um peso menor e as classes do IPC ligadas aos serviços e aos transportes apresentam um peso maior (Quadro C7.1).

Quadro C7.1 • Estrutura do cabaz dos grupos de consumo e da população total (antes e após ajuste de pesos) | Em percentagem

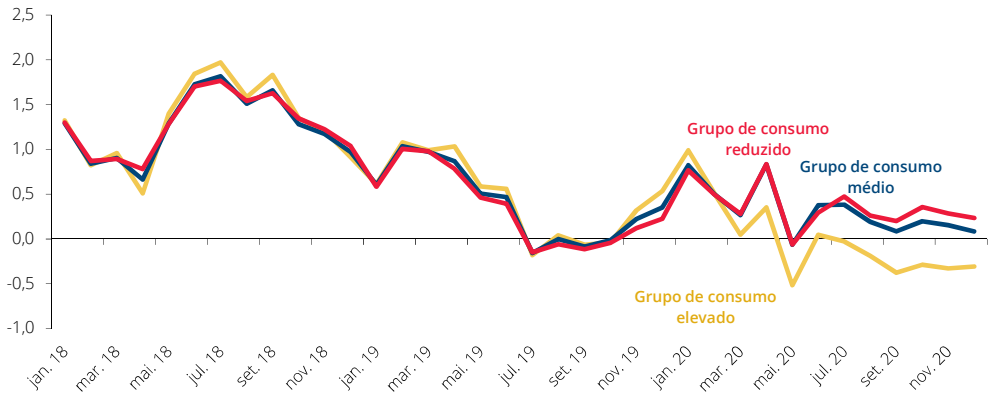
		Grupo de consumo elevado		Grupo de consumo médio		Grupo de consumo reduzido		Total		Pesos no IPC (INE)
		IDEF	Ajustado	IDEF	Ajustado	IDEF	Ajustado	IDEF	Ajustado	2020
Prod. alimentares e bebidas não alcoólicas	C01	13,6	18,1	20,1	26,0	23,2	26,9	17,8	23,4	19,9
Bebidas alcoólicas, tabaco e narcóticos	C02	1,7	1,5	2,4	2,0	2,2	1,3	2,0	1,6	3,7
Vestuário e calçado	C03	5,2	3,6	4,0	2,7	3,1	2,0	4,3	2,9	7,1
Habitação, água, eletric., gás e out.	C04	13,1	14,0	17,0	18,1	21,0	22,7	16,2	17,4	9,2
Mobiliário, art. decoração, etc	C05	6,6	8,1	4,8	6,1	3,8	6,1	5,4	6,7	5,9
Saúde	C06	6,5	6,7	8,1	8,4	9,6	10,3	7,8	8,0	6,7
Transportes	C07	21,7	20,3	15,4	13,1	13,0	11,2	17,8	15,9	16,3
Comunicações	C08	3,1	2,9	4,6	4,3	5,9	5,4	4,2	4,1	2,9
Lazer, recreação e cultura	C09	6,4	5,2	5,2	4,2	3,6	2,7	5,3	4,2	6,8
Educação	C10	3,3	3,7	2,2	2,2	1,3	1,0	2,5	2,5	2,0
Restaurantes e hotéis	C11	10,0	7,9	7,0	5,1	4,5	3,0	7,8	5,7	9,1
Bens e serviços diversos	C12	9,0	7,9	9,2	7,9	8,8	7,3	9,0	7,7	10,4

Fontes: INE e SIBS (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores dos pesos ajustados aqui apresentados correspondem à média anual dos pesos mensais obtidos para cada classe. Para realizar o ajuste do peso de cada classe da COICOP por grupo de consumidor, os pesos oficiais do IPC foram ajustados proporcionalmente ao rácio da despesa com cartões do respetivo mês de 2020 face a 2019. Uma vez obtidos os novos pesos, calcularam-se as estimativas de inflação para 2020. As estimativas de inflação foram obtidas agregando as classes do IPC ao nível da COICOP 1.

A alteração na estrutura da despesa gerada pela pandemia aumentou a importância dos bens alimentares em todos os grupos de consumo. Em contraste, verificou-se uma diminuição de pesos dos transportes e das classes ligadas aos serviços, também comum aos vários grupos. Após a atualização dos pesos com base na estrutura das compras com cartões, os produtos alimentares continuam a ter maior peso no cabaz do grupo de consumo baixo. No grupo de consumo elevado, esta classe foi a que registou também maior aumento do peso, mas a classe dos transportes mantém-se como a de maior peso (Quadro C7.1).

Ao longo de 2020 registaram-se maiores aumentos (menores quedas) de preços para o grupo de consumo reduzido. Os resultados para a inflação de cada um dos três grupos de consumo são bastante próximos em 2018 e 2019. Contudo, ao longo de 2020, as estimativas apontam para que se tenha registado uma variação de preços superior para o grupo de consumo baixo face ao grupo de consumo elevado (Gráfico C7.1). No conjunto do ano, a variação estimada do IPC para o grupo de consumo baixo foi 0,3%, o que compara com uma estimativa de 0,0% para o grupo de consumo elevado (Quadro C7.2).

Gráfico C7.1 • Estimativas de inflação por grupo de consumo | Taxa de variação homóloga em percentagem



Fontes: INE e SIBS (cálculos do Banco de Portugal).

Quadro C7.2 • Estimativas de inflação por grupo de consumo | Taxa de variação anual em percentagem

	Grupo de consumo elevado	Grupo de consumo médio	Grupo de consumo reduzido
2018	1,3	1,3	1,3
2019	0,5	0,4	0,3
2020	0,0	0,3	0,3

Fontes: INE e SIBS (cálculos do Banco de Portugal).

As diferenças entre a inflação estimada para os diferentes grupos de consumo resultam essencialmente das diferenças de pesos das classes de produtos alimentares e dos transportes. O maior peso dos produtos alimentares na despesa do grupo de consumo baixo, conjugado com a forte aceleração dos preços destes bens, explica a estimativa de inflação mais elevada obtida para este grupo. No grupo de consumo elevado, esta estimativa é menor essencialmente devido ao peso superior da classe dos transportes, incluindo os combustíveis, onde se observou uma redução de preços.

8 Balança de pagamentos

O choque pandémico traduziu-se numa deterioração das contas externas da economia portuguesa, mas o saldo manteve-se positivo em 2020. O excedente da balança corrente e de capital diminuiu para 0,1% do PIB (1,2% em 2019). Esta evolução deveu-se à diminuição do saldo da balança de serviços, de 8,3% para 4,2% do PIB, destacando-se a redução de 3,7 pp do excedente de viagens e turismo. Os saldos das restantes componentes da balança corrente e de capital registaram uma melhoria ou estabilização (Gráfico I.8.1).

Quadro I.8.1 • Balança de pagamentos | Em percentagem do PIB

	2016	2017	2018	2019	2020
Balança corrente e de capital	**2,1**	**2,2**	**1,5**	**1,2**	**0,1**
Balança corrente	1,2	1,3	0,6	0,4	-1,2
Balança de bens e serviços	1,7	1,5	0,9	0,7	-1,8
Bens	-5,4	-6,8	-7,6	-7,6	-6,0
Energéticos	-1,7	-2,2	-2,5	-2,5	-1,7
Outros bens	-3,6	-4,6	-5,1	-5,1	-4,3
Serviços	7,1	8,3	8,5	8,3	4,2
Viagens e turismo	5,0	5,9	6,1	6,1	2,4
Outros serviços	2,1	2,4	2,4	2,2	1,8
Balança de rendimento primário	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-1,5
Balança de rendimento secundário	1,8	2,1	2,0	2,1	2,1
Balança de capital	0,9	0,9	1,0	0,8	1,3
Balança financeira	**2,1**	**2,1**	**1,7**	**1,4**	**0,4**
Erros e omissões	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3

Fontes: Banco de Portugal e INE.

O défice no comércio externo de bens reduziu-se para 6% do PIB face aos 7,6% de 2019. Esta evolução resultou, em larga medida, de um efeito volume positivo devido a uma queda mais marcada das importações do que as exportações, em termos reais. O ganho de termos de troca, associado à redução do preço do petróleo nos mercados internacionais, também contribuiu para esta evolução (Gráfico I.8.1).

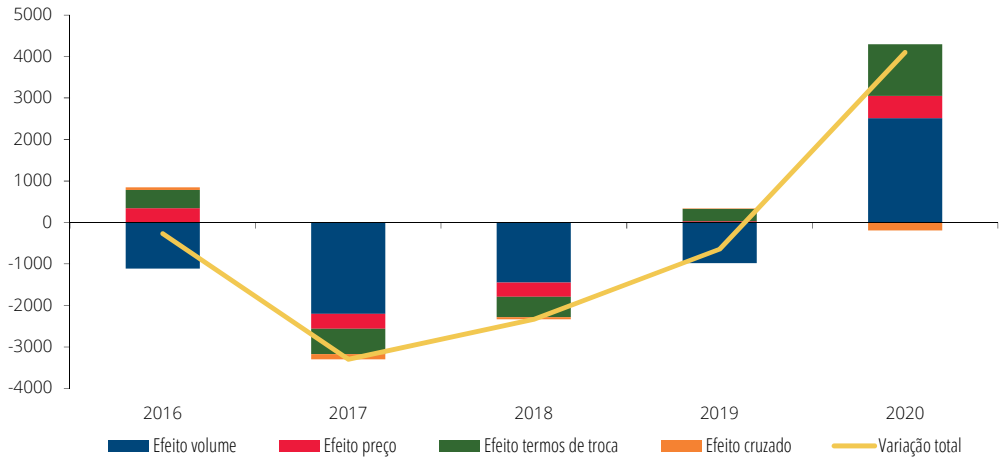
O excedente nas trocas de serviços reduziu-se, refletindo a evolução do turismo e transportes internacionais. Estas componentes foram particularmente afetadas pelas restrições à circulação e pelos receios de contágio associados à pandemia. O saldo de viagens e turismo reduziu-se em 3,7 pp, para 2,4% do PIB, e o saldo dos outros serviços em 0,4 pp, para 1,8% do PIB. A redução do excedente da balança de turismo refletiu o maior peso e o colapso das exportações (-57,6%), que foi mais significativo do que a redução das importações (46,1%). Nos outros serviços, destaca-se a redução do excedente da balança de transportes, de 1,5% para 0,9% do PIB, em resultado, em particular, do comportamento do saldo de transportes aéreos de passageiros.

A balança de rendimento primário reduziu o défice para 1,5% do PIB, refletindo a redução dos dividendos pagos ao exterior. Esta redução de 0,9 pp reflete em larga medida a evolução do saldo dos rendimentos de investimento direto. O impacto negativo sobre os lucros das empresas portuguesas e na distribuição de dividendos teve reflexo nos rendimentos pagos a entidades não residentes.

O saldo da balança de rendimento secundário estabilizou em 2,1% do PIB, com evoluções contrárias nas transferências públicas e privadas. A contribuição de Portugal para o orçamento

da UE foi mais elevada, e o saldo de transferências privadas, em particular, das remessas de emigrantes/imigrantes aumentou ligeiramente. As maiores remessas de emigrantes do Reino Unido, dos Estados Unidos da América e da Suíça contrabalançaram o aumento de remessas para o Brasil.

Gráfico I.8.1 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens | Em milhões de euros



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da Balança de bens. A variação do saldo da Balança de bens pode ser decomposta em quatro efeitos: (i) efeito volume: efeito da variação das quantidades importadas e exportadas, $X_{t-1} \times vx_t - M_{t-1} \times vm_t$; (ii) efeito preço: efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo, $X_{t-1} \times p_t - M_{t-1} \times p_t$; (iii) efeito termos de troca: efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação, $X_{t-1} \times (px_t - p_t) - M_{t-1} \times (pm_t - p_t)$; (iv) efeito cruzado: efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação, onde X_{t-1} e M_{t-1} são as exportações e importações do ano $t-1$ a preços correntes, respetivamente; vx_t e vm_t são as taxas de variação em volume das exportações e importações em t, respetivamente; px_t e pm_t são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em t, respetivamente; p_t é a taxa de variação média dos preços do comércio externo no ano t dada por $p_t = (px_t + pm_t)/2$.

O saldo da balança de capital aumentou 0,5 pp para 1,3% do PIB por efeito das maiores entradas de fundos FEDER e FSE. Um efeito-base, decorrente de aquisições de licenças de emissão de dióxido de carbono em 2019, contribuiu também para o aumento do excedente da balança de capital.

O recebimento dos fundos europeus aumentou 0,7 pp para 2,4% do PIB. O maior ritmo destes recebimentos é caraterístico da fase final dos períodos de programação dos fundos europeus.

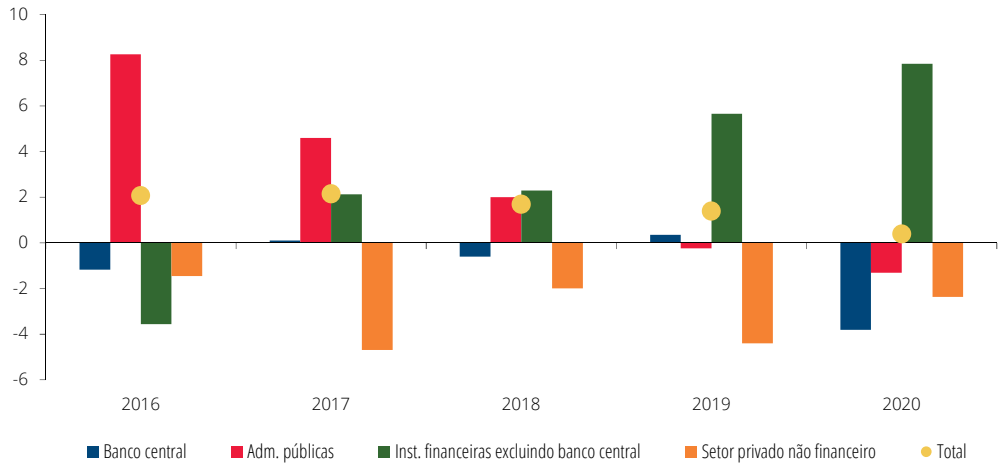
Por via das instituições financeiras, Portugal continuou a investir em termos líquidos em ativos externos. O saldo da balança financeira manteve-se positivo (0,4% do PIB), mas foi inferior ao registado em 2019 (1,4% do PIB) (Gráfico I.8.2). As instituições financeiras (excluindo o banco central) foram o único setor institucional a investir em termos líquidos no exterior e num montante superior ao do ano anterior (7,9% do PIB, face a 5,7% em 2019). Por instrumento financeiro, o aumento das aplicações atingiu 4,8% do PIB e refletiu a continuação das compras de títulos de dívida pública emitida por países da área do euro. Verificou-se também uma amortização de passivos externos deste setor (de 3,1% do PIB), através da diminuição de depósitos de não residentes e de amortizações de empréstimos face ao Banco Europeu de Investimento.

O financiamento externo do setor privado não financeiro reduziu-se 2 pp para 2,4%. Este financiamento continuou a ser canalizado, em larga medida, através do fluxo líquido de investimento

direto estrangeiro (1,8% do PIB). A componente de investimento imobiliário manteve-se relevante, correspondendo a 26% da entrada de fundos por via de investimento direto estrangeiro.

O endividamento das administrações públicas face ao exterior aumentou. Para tal contribuiu, em larga medida, o recebimento da primeira *tranche*, no valor de 1,5% do PIB, dos empréstimos obtidos no âmbito do programa SURE em dezembro. O financiamento externo obtido pelas administrações públicas em termos líquidos foi de 1,3% do PIB em 2020, após uma situação relativamente equilibrada no ano anterior e depois de quatro anos de redução de endividamento externo. As transações sobre títulos de dívida pública (investimento de carteira) não foram, em termos líquidos, muito significativas. Esta evolução resulta de dois movimentos distintos: por um lado, os não residentes continuaram a investir em obrigações do Tesouro portuguesas mas, por outro, o Banco de Portugal aumentou as aquisições de títulos de dívida pública portuguesa que estavam na posse de investidores não residentes. Estas aquisições, efetuadas no âmbito dos programas de política monetária de compras de ativos, têm como contrapartida um aumento dos passivos do Banco Central, via TARGET.

Gráfico I.8.2 • Saldo da balança financeira, total e por setor institucional | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: Um sinal positivo (negativo) corresponde a uma saída (entrada) líquida de fundos na economia portuguesa. As saídas de fundos podem resultar de aquisições líquidas de ativos externos e de amortizações de passivos externos. As entradas de fundos correspondem à venda de ativos externos ou ao aumento de passivos externos na posse de não residentes.

Em 2020, a posição de investimento internacional (PII) deteriorou-se em percentagem do PIB. Apesar de menos negativa em 1,6 mil milhões de euros, o efeito sobretudo da queda observada no PIB levou a PII de -100,5% do PIB em 2019 para -105,4% do PIB em 2020.

II Temas em destaque

A evolução da liquidez das empresas durante a pandemia

O impacto da pandemia na capitalização das empresas

A evolução da liquidez das empresas durante a pandemia

A pandemia COVID-19, um choque exógeno de elevada magnitude, afetou fortemente as empresas portuguesas. A resposta sanitária obrigou ao encerramento temporário da atividade de muitas empresas. A queda abrupta nas vendas, em muitos casos, não foi acompanhada por uma redução dos gastos na mesma proporção devido à rigidez na estrutura de custos. Esta situação representa um risco para a liquidez e, em última instância, para a solvência das empresas.

Este Tema em destaque apresenta os contributos para a variação da caixa e depósitos bancários em 2020 das empresas presentes no Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras (ITENF).

A caixa das empresas aumentou em 2020. Esta evolução refletiu uma redução significativa dos custos operacionais, em particular com fornecimentos e serviços externos, e do investimento. Adicionalmente, houve um aumento do crédito, num contexto em que as empresas beneficiaram de apoios ao financiamento bancário e ao alívio do esforço com o serviço da dívida. Esta evolução compensou a diminuição dos fluxos de caixa associados à margem bruta. As empresas que registaram um aumento mais significativo da caixa foram as de menor dimensão, as menos afetadas pela pandemia e as que recorreram a moratórias e linhas de crédito com garantia.

Esta análise utiliza microdados do ITENF para cerca de 2400 empresas, com informação contabilística de balanço e demonstração de resultados até ao quarto trimestre de 2020. O ITENF inclui cerca de 4000 empresas por trimestre, mas analisam-se apenas as empresas que responderam ao inquérito nos quartos trimestres de 2018, 2019 e 2020. Tal poderá implicar um enviesamento de cobertura de empresas maiores e com melhor desempenho, mas neste momento o ITENF é a única fonte estatística com dados contabilísticos de 2020. A base de amostragem do ITENF contém todas as sociedades não financeiras privadas em atividade, com a exceção das empresas pertencentes ao setor da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca. A amostra do ITENF sub-representa as empresas mais pequenas (Quadro 1), que tipicamente apresentam piores indicadores financeiros. Esta situação contribui para que a distribuição setorial seja diferente da população de empresas não financeiras. Em particular, o ITENF apresenta um maior peso da indústria transformadora e um menor peso do alojamento e restauração, atividades imobiliárias e atividades de consultoria (Quadro 2).

Quadro 1 • Decomposição da amostra utilizada por dimensão da empresa | Em percentagem do número de empresas

	ITENF	População
Microempresas	11,5	88,6
Pequenas	23,3	9,6
Médias	37,5	1,5
Grandes	27,8	0,3

Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal. | Nota: A classificação das empresas segue os critérios da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas (2003/361/CE).

A variação da caixa e depósitos bancários das empresas, doravante referida apenas como variação da caixa, decompõe-se habitualmente em três componentes: fluxos de caixa operacionais (CFO), fluxos de caixa de investimento (CFI) e fluxos de caixa de financiamento (CFF):

$$\Delta Caixa_t = CFO_t + CFI_t + CFF_t$$

Quadro 2 • Decomposição da amostra utilizada por setor de atividade | Em percentagem do número de empresas

	ITENF	População
Indústrias extrativas	1,5	0,2
Indústrias transformadoras	36,4	9,7
Eletricidade e gás	3,5	0,3
Captação, tratamento e distribuição de água	4,1	0,2
Construção	6,7	11,0
Comércio por grosso e a retalho	19,8	24,1
Transportes e armazenagem	5,1	5,2
Alojamento e restauração	3,0	10,3
Atividades de informação e de comunicação	3,9	3,1
Atividades imobiliárias	3,0	9,6
Atividades de consultoria, científicas e técnicas	4,0	11,1
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	3,3	3,8
Educação	1,4	1,3
Actividades de saúde humana e apoio social	1,9	5,9
Actividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas	1,7	2,0
Outras atividades de serviços	0,8	2,2

Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal.

O ITENF não tem informação sobre a demonstração de fluxos de caixa da empresa, pelo que cada uma destas componentes foi obtida de forma indireta a partir do balanço e da demonstração de resultados.

Os fluxos de caixa operacionais são provenientes da atividade da empresa, nomeadamente da margem bruta de exploração (Quadro 3), das variações do fundo de maneio (*working capital*), dos gastos em fornecimentos e serviços externos e dos gastos com pessoal. O fluxo de caixa operacional inclui ainda as seguintes rubricas de balanço e demonstração de resultados: subsídios à exploração, imposto sobre o rendimento, variações nos inventários da produção, trabalhos para a própria entidade, perdas por imparidade, perdas por reduções de justo valor, provisões do período, reversões, ganhos por aumentos de justo valor, outros rendimentos e ganhos e variação nas provisões.

Os fluxos de caixa de investimento incluem o investimento (*Capex*), o rendimento de juros, dividendos e outros rendimentos similares e a variação nos outros instrumentos financeiros (derivados, instrumentos financeiros detidos para negociação e outros ativos e passivos financeiros).

Os fluxos de caixa de financiamento incluem a variação da dívida a instituições de crédito e sociedades financeiras, os dividendos pagos aos acionistas (líquidos de injeções de capital), os gastos de financiamento, a variação nos outros financiamentos obtidos e a variação nos ativos e passivos junto dos acionistas.

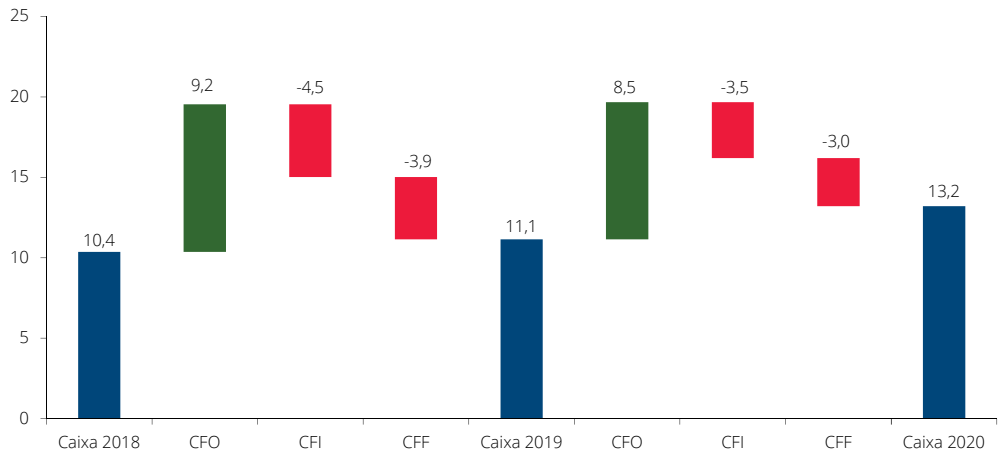
Para uma empresa numa fase madura, a caixa tipicamente aumenta por via dos fluxos de caixa operacionais e diminui com os fluxos de caixa de investimento e de financiamento. Este padrão reflete a geração de lucros, os quais são utilizados para remunerar os financiadores e suportar os investimentos. Ainda assim, é comum as empresas procurarem compensar diminuições temporárias dos fluxos de caixa operacionais com financiamento externo, em particular dívida, o que se traduz num contributo positivo dos fluxos de caixa associados ao financiamento. Este padrão também é habitual em empresas mais jovens ou com grandes oportunidades de investimento, que não conseguem gerar internamente o capital necessário para realizar esses investimentos.

Quadro 3 • Definições de algumas das variáveis utilizadas

Variável	Definição
Variação do fundo de maneio	– Variação dos inventários – Variação da conta de clientes – Variação de outras contas a receber + Variação da conta de fornecedores + Variação de outras contas a pagar – Gastos a reconhecer + Rendimentos a reconhecer
Margem bruta de exploração	+ Vendas e prestações de serviços – Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas
Investimento em ativo fixo	– Variação nos ativos de investimento – Gastos de depreciação e de amortização
Dividendos líquidos de injeções de capital	– Variação do capital próprio + Resultado líquido do período

O Gráfico 1 apresenta a decomposição da variação anual da conta de caixa das empresas. Em 2019 e 2020, o rácio caixa sobre ativo das empresas do ITENF aumentou 0,8 pp e 2,1 pp, respetivamente, passando de 10,4% para 13,2% do ativo. Este resultado não se altera quando deixamos de considerar uma amostra constante de empresas ao longo dos três anos de análise. A aceleração da caixa em 2020 resultou de um contributo menos negativo dos fluxos de caixa de investimento e de financiamento, os quais passaram de -4,5% para -3,5% do ativo e de -3,9% para -3% do ativo. A diminuição do contributo dos fluxos de investimento enquadra-se num contexto de incerteza e contração da procura, que se refletiu numa contração agregada do investimento na economia portuguesa. A diminuição do contributo negativo dos fluxos de financiamento reflete a redução dos encargos com o serviço da dívida para empresas que recorreram a moratórias e o aumento do financiamento bancário, em parte com garantia pública. Em sentido contrário, a diminuição dos fluxos de caixa operacionais de 9,2% para 8,5% do ativo refletiu o abrandamento da atividade económica.

Gráfico 1 • Contributos para a variação anual da caixa das empresas | Percentagem do ativo



Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal. | Notas: As barras a azul representam o montante de caixa no fim do ano. As barras a verde são fluxos positivos (aumento de caixa) e as barras a vermelho são fluxos negativos (saídas de caixa). O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. CFO corresponde aos fluxos de caixa operacionais, CFI aos fluxos de caixa de investimento e CFF aos fluxos de caixa de financiamento. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média simples.

Em média, os fornecimentos e serviços externos são a principal rubrica de gastos das empresas analisadas. Em 2020, o contributo da margem bruta para o fluxo de caixa operacional reduziu-se 6,9 pp (Quadro 4). Contudo, esta redução foi parcialmente compensada por uma diminuição dos gastos com fornecimentos e serviços externos (4,5 pp), do fundo de maneio (0,5 pp) e dos gastos com pessoal (0,8 pp), e por um aumento nos subsídios à exploração (0,5 pp). Este último reflete o aumento dos apoios públicos, nomeadamente o *layoff* simplificado. O contributo positivo do fundo de maneio expressa a diminuição das existências.

O fluxo de caixa de investimento passou de -4,5% para -3,5% do ativo entre 2019 e 2020. No caso de empresas com maior dificuldade de crédito é possível também que esta redução compense a queda dos fluxos de caixa operacionais.

Em 2020, o contributo dos fluxos de financiamento para a variação da caixa tornou-se menos negativo. Esta variação resultou sobretudo do aumento da dívida junto das sociedades financeiras, passando a ter um contributo positivo para a variação da caixa. Esta variação contrasta com a evolução dos outros financiamentos obtidos, onde se observa um contributo negativo, em resultado sobretudo da redução dos empréstimos dos participantes no capital.

Quadro 4 • Decomposição dos fluxos de caixa | Em percentagem do ativo

	2019	2020	Variação
Fluxos de caixa operacionais	**9,2**	**8,5**	**-0,6**
Margem bruta	61,2	54,3	-6,9
Variação do fundo de maneio	-0,3	0,2	0,5
Fornecimentos e serviços externos	-31,3	-26,8	4,5
Gastos com pessoal	-21,7	-20,9	0,8
Subsídios à exploração	0,7	1,2	0,5
Outros	0,6	0,5	-0,1
Fluxos de caixa de investimento	**-4,5**	**-3,5**	**1,0**
Investimento em ativo fixo	-4,8	-3,7	1,1
Rendimentos em juros e dividendos	0,3	0,3	0,0
Variação dos outros instrumentos financeiros	0,0	0,0	0,0
Fluxos de caixa de financiamento	**-3,9**	**-3,0**	**0,9**
Dividendos	-3,0	-2,7	0,3
Variação da dívida (sociedades financeiras)	-0,1	1,1	1,2
Variação dos outros financiamentos obtidos	0,0	-0,6	-0,6
Gastos de financiamento	-0,8	-0,7	0,1
Ativos/passivos acionistas	0,0	-0,2	-0,2

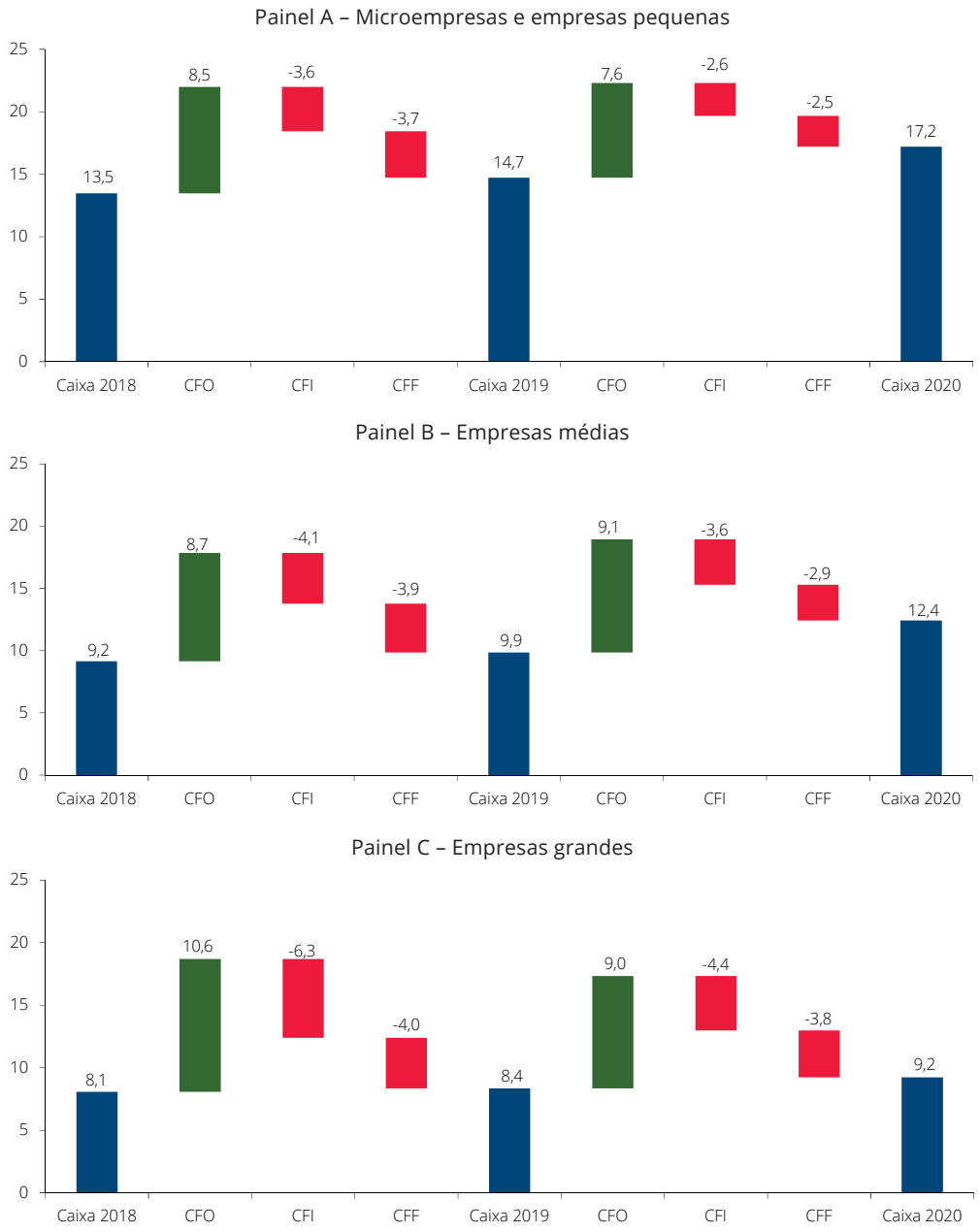
Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal. | Notas: A componente "Outros" dos fluxos de caixa operacionais inclui imposto sobre o rendimento do período, variações nos inventários da produção, trabalhos para a própria entidade, perdas por imparidade, perdas por reduções de justo valor, provisões do período, reversões, ganhos por aumentos de justo valor, outros rendimentos e ganhos e variação nas provisões. Os dividendos aos acionistas são líquidos de injeções de capital. O ITENF não tem informação relativa à conta de "excedentes de revalorização, ajustamentos em ativos financeiros e outras variações no capital próprio" pelo que o valor do dividendo apresentado não tem em conta a variação desta conta. Tipicamente esta conta tem variações anuais inferiores a 0,25% do ativo. Os outros financiamentos obtidos incluem financiamentos obtidos junto de mercados de valores mobiliários, participantes no capital, subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos, e outros financiadores.

Para avaliar diferenças no ajustamento à severidade da crise para empresas com níveis de gestão de caixa distintos no período anterior à crise e o papel dos apoios na formação da liquidez das empresas, a análise é complementada com detalhe por (i) dimensão, (ii) exposição do setor de atividade à crise pandémica e (iii) recurso aos apoios públicos (moratórias de crédito e linhas de crédito com garantia pública).

O Gráfico 2 decompõe a variação da caixa para empresas de diferentes dimensões: 823 microempresas e pequenas empresas (Painel A), 887 médias empresas (Painel B) e 658 grandes empresas (Painel C). O peso da caixa no ativo das empresas tende a reduzir-se com a sua dimensão, o que

reflete a maior capacidade de gestão e os efeitos de escala das grandes empresas. Adicionalmente, as empresas grandes têm uma base de clientes mais diversificada, o que as torna menos expostas a choques económicos adversos, e têm uma maior facilidade na obtenção de financiamento. Estas caraterísticas fazem da dimensão um fator relevante na caraterização da reação das empresas à pandemia e da forma como geriram a liquidez.

Gráfico 2 • Contributos para a variação anual da caixa das empresas por dimensão | Em percentagem do ativo



Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal. | Notas: A classificação das empresas segue os critérios da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas (2003/361/CE). As barras a azul representam o montante de caixa no fim do ano. As barras a verde são fluxos positivos (aumento de caixa) e as barras a vermelho são fluxos negativos (saídas de caixa). O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. CFO corresponde aos fluxos de caixa operacionais, CFI aos fluxos de caixa de investimento e CFF aos fluxos de caixa de financiamento. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média simples.

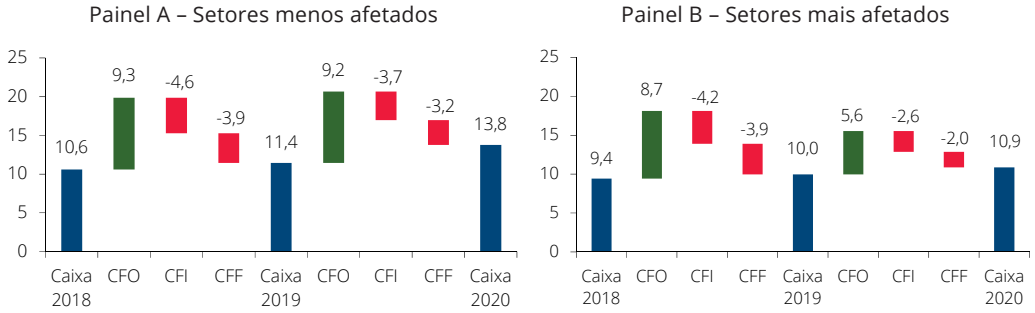
A caixa aumentou nos três grupos de empresas, mas o aumento foi menos significativo nas empresas grandes. Nestas houve fluxos de caixa de investimento e financiamento mais negativos em 2019 e 2020. As grandes empresas têm uma maior geração de fluxos de caixa operacionais do que as empresas de menor dimensão.

Os fluxos de caixa operacionais reduziram-se mais nas empresas grandes, o que se deveu, sobretudo, a um menor ajustamento dos gastos com fornecimentos e serviços externos, em comparação com as microempresas e pequenas empresas, e a uma maior redução da margem bruta, em comparação com as médias empresas. Observaram-se diminuições significativas da margem bruta em todas as dimensões, mas em particular nas microempresas e pequenas empresas. Os fluxos de caixa de financiamento permaneceram relativamente estáveis nas empresas grandes e tornou-se significativamente menos negativo nas empresas de menor dimensão. Esta evolução poderá refletir o facto das linhas de crédito com garantia pública se destinarem a PME.

O Gráfico 3 decompõe a variação de caixa consoante as empresas pertençam aos setores menos afetados pela pandemia (Painel A) ou mais afetados (Painel B). Em ambos os casos observa-se um aumento da caixa, mas mais acentuado nos setores menos afetados, refletindo a maior capacidade de gerar fluxos de caixa operacionais. Ao mesmo tempo observa-se um ajustamento bastante menor nos fluxos de caixa de investimento e de financiamento. Esta capacidade gera resiliência ao longo da crise, sem pôr em causa os comportamentos de precaução e incerteza que se expressam em maiores valores de caixa no final do ano.

As empresas dos setores mais afetados tiveram uma maior redução no contributo positivo dos fluxos de caixa operacionais, em resultado de uma forte diminuição da margem bruta (Quadro 5). Esta redução foi parcialmente mitigada pela diminuição nos fornecimentos e serviços externos, compatível com a marcada redução da atividade. Adicionalmente, observou-se um aumento muito significativo nos subsídios à exploração no caso destas empresas, através das medidas de apoio público. Recorde-se que, em 2020, os subsídios públicos às empresas aumentaram cerca de 2700 milhões de euros. Estas empresas tiveram também uma maior redução nos contributos negativos dos fluxos de caixa de investimento e financiamento. A redução do investimento nestes setores e a procura de financiamento externo compensaram a redução na geração interna de fluxos de caixa operacionais.

Gráfico 3 • Contributos para a variação anual da caixa das empresas para os setores menos e mais afetados pela pandemia | Em percentagem do ativo



Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal. | Notas: Os setores mais afetados pela pandemia são essencialmente o comércio e reparação de veículos, alojamento e restauração, transportes aéreos e armazenagem, atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas. As barras a azul representam o montante de caixa no fim do ano. As barras a verde são fluxos positivos (aumento de caixa) e as barras a vermelho são fluxos negativos (saídas de caixa). O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. CFO corresponde aos fluxos de caixa operacionais, CFI aos fluxos de caixa de investimento e CFF aos fluxos de caixa de financiamento. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média simples.

Quadro 5 • Decomposição dos fluxos de caixa para os setores menos e mais afetados pela pandemia | Em percentagem do ativo

	Setores menos afetados			Setores mais afetados		
	2019	2020	Variação	2019	2020	Variação
Fluxos de caixa operacionais	**9,3**	**9,2**	**-0,1**	**8,7**	**5,6**	**-3,1**
Margem bruta	59,9	56,1	-3,8	66,6	47,1	-19,5
Variação do fundo de maneio	-0,3	0,0	0,3	-0,2	1,3	1,5
Fornecimentos e serviços externos	-29,3	-26,6	2,7	-39,8	-28,1	11,8
Gastos com pessoal	-22,0	-21,4	0,6	-20,7	-19,2	1,5
Subsídios à exploração	0,6	0,9	0,3	1,3	2,7	1,4
Outros	0,4	0,2	-0,2	1,5	1,7	0,3
Fluxos de caixa de investimento	**-4,6**	**-3,7**	**0,9**	**-4,2**	**-2,6**	**1,6**
Investimento em ativo fixo	-4,8	-3,9	0,9	-4,7	-3,0	1,7
Rendimentos em juros e dividendos	0,3	0,2	0,0	0,4	0,4	0,0
Variação dos outros instrumentos financeiros	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,2
Fluxos de caixa de financiamento	**-3,9**	**-3,2**	**0,6**	**-3,9**	**-2,0**	**1,9**
Dividendos	-3,1	-2,9	0,2	-2,4	-1,6	0,8
Variação da dívida (sociedades financeiras)	0,0	1,1	1,2	-0,5	1,0	1,6
Variação dos outros financiamentos obtidos	-0,2	-0,7	-0,5	0,5	-0,3	-0,8
Gastos de financiamento	-0,7	-0,6	0,1	-1,0	-0,9	0,1
Ativos/passivos acionistas	0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	0,3

Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal. | Notas: Os setores mais afetados pela pandemia são essencialmente o comércio e reparação de veículos, alojamento e restauração, transportes aéreos e armazenagem, atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas. A componente "Outros" dos fluxos de caixa operacionais inclui imposto sobre o rendimento do período, variações nos inventários da produção, trabalhos para a própria entidade, perdas por imparidade, perdas por reduções de justo valor, provisões do período, reversões, ganhos por aumentos de justo valor, outros rendimentos e ganhos e variação nas provisões. Os dividendos aos acionistas são líquidos de injeções de capital. O ITENF não tem informação relativa à conta de "excedentes de revalorização, ajustamentos em ativos financeiros e outras variações no capital próprio" pelo que o valor do dividendo apresentado não tem em conta a variação desta conta. Tipicamente esta conta tem variações anuais inferiores a 0,25% do ativo. Os outros financiamentos obtidos incluem financiamentos obtidos junto de mercados de valores mobiliários, participantes no capital, subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos, e outros financiadores.

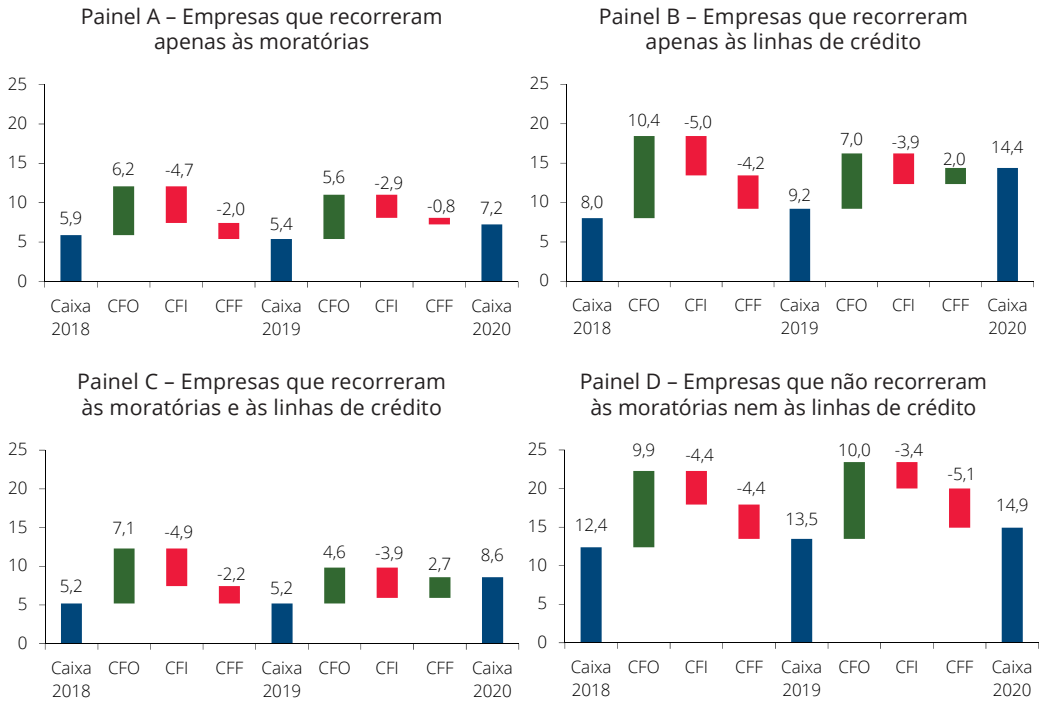
O ano de 2020 foi marcado pela implementação de importantes medidas de apoio. O Gráfico 4 decompõe a variação da caixa por utilização das medidas de apoio ao financiamento das empresas – moratória sobre os créditos existentes e as linhas de crédito com garantia pública.

A caixa aumentou bastante mais em todos os grupos de empresas que recorreram a pelo menos uma das medidas de apoio. Este resultado reforça a importância do papel destes apoios às empresas nos períodos mais intensos da crise pandémica. Estas empresas conjugam uma forte redução de fluxos de caixa operacionais com um contributo dos fluxos de caixa de financiamento menos negativos (Painel A) ou positivos (Painel B e C). Estas empresas aumentaram significativamente os seus valores de caixa no final do ano apesar da menor capacidade de gerar fluxos de caixa operacionais. Este comportamento contrasta com o que aconteceu nas crises anteriores, em que as empresas não reforçaram a sua posição de liquidez.

As empresas que não recorreram a nenhuma medida de apoio têm maiores montantes em caixa no final de 2018 e 2019, o que poderá contribuir para explicar o facto de não terem tido necessidade de recorrer aos apoios disponíveis (Painel D). Estas empresas foram também as que menos aumentaram os valores de caixa no final do ano, o que se justifica não apenas pela sua posição de partida mais folgada como pela inexistência de impacto negativo nos fluxos de caixa operacionais nestas empresas. O padrão de constituição de caixa no final do ano sugere que as medidas de apoio público foram utilizadas sobretudo pelas empresas em que se observou um maior abrandamento da atividade. Os fluxos de caixa de investimento nas empresas que beneficiaram das

medidas de apoio tiveram um ajustamento semelhante ao das empresas que não recorreram, o que mais uma vez aponta para os efeitos mitigantes das medidas. Recorde-se a propósito que a formação bruta de capital fixo em Portugal caiu apenas 1,9%, a menor queda de entre todos os países da área do euro. Este comportamento não seria possível sem a melhoria continuada da situação financeira das empresas no período que antecedeu a crise, caraterizado por uma redução do endividamento, aumento dos indicadores de capital e solvabilidade. Estes desenvolvimentos foram marcantes nas pequenas e médias empresas, precisamente as que beneficiaram dos apoios.

Gráfico 4 • Contributos para a variação anual da caixa das empresas por tipo de medidas de apoio | Em percentagem do ativo



Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal. | Notas: As barras a azul representam o montante de caixa no fim do ano. As barras a verde são fluxos positivos (aumento de caixa) e as barras a vermelho são fluxos negativos (saídas de caixa). O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. CFO corresponde aos fluxos de caixa operacionais, CFI aos fluxos de caixa de investimento e CFF aos fluxos de caixa de financiamento. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média simples.

O impacto da pandemia na capitalização das empresas

Durante o último ano, a maior parte das empresas portuguesas foi afetada pela pandemia. Para algumas empresas o impacto foi muito significativo, tendo de gerir o encerramento ou redução de atividade devido a restrições de saúde pública. Para outras, a crise pandémica constituiu uma oportunidade de crescimento da atividade. Para a grande maioria, existiram alterações na procura dos bens e serviços que oferecem, na sua gestão e organização interna, ou nas cadeias e processos de produção. Em paralelo, foram implementadas medidas de apoio para mitigar o efeito do choque de liquidez e evitar a falência imediata de empresas. Para além das medidas de política monetária e prudencial, estes apoios incluíram o regime de *layoff* simplificado e o apoio à retoma progressiva da atividade, as moratórias de crédito, a criação de linhas de crédito com garantia pública e outras medidas de apoio fiscal, tais como a suspensão de algumas obrigações fiscais. Com estas medidas procurou-se assegurar que mesmo as empresas mais afetadas conseguiriam suportar os choques de liquidez sem comprometer a sua viabilidade futura e sem destruir empregos, conforme discutido no Tema em destaque "A evolução da liquidez das empresas durante a pandemia" neste Boletim.

Embora as medidas implementadas tenham permitido gerir os choques de liquidez enfrentados pelas empresas, a sua persistência poderá traduzir-se em necessidades de reforço dos capitais próprios. O esforço de capitalização será mais importante para as empresas que se encontravam em situação de fragilidade financeira ou que foram especialmente afetadas pela redução das vendas. Este Tema em destaque apresenta uma análise do impacto da pandemia sobre a capitalização das empresas portuguesas até ao final de 2021, tendo por base uma metodologia de simulação de resultados.

Metodologia e hipóteses

Neste exercício assume-se que uma empresa deverá reforçar os seus capitais próprios quando estes se tornam negativos, ou seja, quando o valor dos seus ativos se torna inferior ao dos passivos. Idealmente, esta relação seria avaliada tendo em consideração a valorização da empresa a preços de mercado, sendo essa a lógica subjacente aos modelos estruturais de risco de crédito clássicos (tal como o modelo de Merton, 1974). No entanto, tal método limitaria a aplicação do exercício a empresas cotadas. Deste modo, a abordagem adotada tem como limitação a possibilidade de o valor contabilístico das empresas não refletir o seu valor intrínseco. Para além disso, existem situações em que uma empresa pode temporariamente registar capitais próprios negativos, por exemplo nos primeiros anos de vida ou em períodos de expansão. Refira-se ainda que algumas das empresas nesta situação podem estar integradas em grupos económicos com situação positiva. Não obstante estas limitações, o critério considerado constitui uma forma simples de avaliar a relação entre a dívida e o valor da empresa. Refira-se ainda que a existência de capitais próprios positivos é uma condição de acesso a várias medidas de apoio criadas no contexto da crise pandémica, tais como algumas linhas de crédito com garantia pública. Tratando-se de um exercício de projeção de resultados de empresas, é importante referir que as conclusões são sensíveis a variações nas hipóteses sobre os choques e trajetórias de recuperação das receitas, especialmente num contexto de elevada incerteza. Para além disso, o exercício está ancorado em dados contabilísticos que podem não refletir plenamente a dinâmica das empresas e da sua envolvente económica.

O exercício tem por base a informação financeira disponível no Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras (ITENF). Tal permite caracterizar as empresas antes da eclosão da pandemia, bem como avaliar a evolução da sua capitalização ao longo de 2020. Existem cerca de 3000 empresas com informação disponível no final de 2019 e no final de 2020. Apesar de esta ser a única fonte de informação estatística com dados contabilísticos relativos a 2020, existe algum enviesamento de cobertura de empresas maiores e com melhor desempenho, conforme descrito no Tema em destaque "A evolução da liquidez das empresas durante a pandemia" neste Boletim.

Este enviesamento na cobertura é visível na percentagem de empresas com capitais próprios negativos. Com base na informação anual da Central de Balanços, que cobre todas as sociedades privadas não financeiras, 26% das empresas já teriam necessidades de reforço da sua capitalização em 2019 (último ano com informação disponível nesta base de dados). Enquanto para algumas empresas se tratariam das situações temporárias acima referidas, outras encontrar-se-iam numa situação de descapitalização como reflexo da acumulação de perdas ao longo dos anos sem injeção de capitais próprios. No ITENF, apenas 4% das empresas se encontravam em tal situação em 2019.

Esta diferença reflete sobretudo o facto de a maior parte das empresas com capitais próprios negativos serem micro empresas. Em 2019, na Central de Balanços, 29% das microempresas encontravam-se em tal situação, o que compara com apenas 9% das pequenas empresas, 6% das médias e 4% das grandes. No ITENF, estas percentagens são, respetivamente, 9%, 5%, 3% e 2%.

Existem também diferenças entre setores de atividade. Por exemplo, 42% das empresas de alojamento e restauração registavam um valor do passivo superior ao do ativo no final de 2019 (4% no ITENF). Tal implica que este setor, particularmente afetado pela pandemia, já era caracterizado por um elevado número de empresas com desequilíbrios financeiros. Contudo, a grande maioria destas empresas eram microempresas.

A utilização de informação do ITENF permite avaliar como variaram os capitais próprios das empresas em 2020. Para avaliar as suas necessidades de capitalização no final de 2021, assume-se que os capitais próprios variam de acordo com a seguinte regra:

$$Capitalpróprio_t = Capitalpróprio_{t-1} + Resultados_t$$

Os resultados do exercício são uma função da diferença entre as receitas e custos e exclui-se a possibilidade de distribuição de resultados e de injeções de capital nas empresas em 2021. Deste modo, a metodologia subestima a evolução do capital próprio das empresas com injeções de capital e sobrestima a evolução para as empresas com distribuição de dividendos. O exercício pressupõe a estimação das receitas no horizonte de projeção e de rubricas de custos que podem assumir dinâmicas bastante diferenciadas. A metodologia adotada é semelhante à utilizada em Carletti et al. (2020). Os resultados são apurados tendo em consideração as seguintes rubricas:

$$Resultados_t = Receitas_t - CMVMC_t - FSE_t - Custospessoal_t - Depreciações_t - Impostos_t - Juros_t$$

onde CMVMC corresponde aos custos das mercadorias vendidas e matérias consumidas e FSE aos fornecimentos e serviços externos.

Para avaliar a capitalização das empresas em 2021, a dinâmica do exercício depende essencialmente da evolução das receitas, ou seja, da capacidade para gerar fluxos de caixa. Para ancorar as estimativas na informação mais recente possível, o exercício é parcialmente prolongado entre dezembro de 2020 e fevereiro de 2021 utilizando informação dos índices de volume de negócios setoriais divulgados pelo INE para estimar a variação da margem bruta por setor de atividade. Assume-se que os restantes custos se mantêm inalterados face aos valores observados em dezembro.

A componente com maior incerteza no exercício prende-se com a trajetória projetada entre fevereiro e dezembro de 2021. A melhor fonte de informação com desagregação setorial são as respostas das empresas ao Inquérito Rápido e Excecional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE) realizado pelo INE e Banco de Portugal. No inquérito relativo à primeira quinzena de fevereiro, as empresas foram inquiridas sobre as suas expetativas relativamente ao tempo de recuperação das vendas. Num cenário de controlo efetivo da pandemia em 2021, 32% das empresas esperavam que o volume de negócios voltasse aos níveis anteriores à pandemia, em média, nos 10 meses seguintes. Contudo, existe muita heterogeneidade em torno deste valor médio. Para além disso, 38% das empresas já terá voltado ao nível de atividade anterior à pandemia e 30% não sabem ou não esperam voltar a esses níveis. Considerando 38 setores de atividade, estimou-se a trajetória de recuperação da margem bruta como o inverso da acumulação de choques negativos sobre os meses previstos até à recuperação de cada setor, o que implica uma trajetória linear até ao momento de recuperação.

Assume-se que os restantes custos se mantêm em níveis semelhantes aos estimados em dezembro de 2020, com duas exceções que permitem considerar o efeito das moratórias e do *layoff* simplificado. Em primeiro lugar, assume-se que as empresas em moratória não pagam juros até setembro de 2021. As empresas sem moratória pagam uma taxa de juro média de 2,07% sobre o total de financiamentos obtidos (valor médio nas Estatísticas Monetárias e Financeiras do Banco de Portugal no período de referência). Em segundo lugar, considera-se que as empresas que enfrentam quedas nas vendas superiores a 40% podem recorrer ao *layoff*. O número de trabalhadores em *layoff* será proporcional à queda nas vendas. Assume-se uma diminuição dos custos com pessoal que reflita a isenção de pagamentos à Segurança Social e a redução em 1/3 da remuneração a pagar, sendo que a empresa recebe um apoio financeiro adicional no valor de 70% do remanescente.

Resultados

Apesar da magnitude dos choques que afetaram as empresas em 2020, verificou-se apenas um aumento de 1 pp na percentagem de empresas com capitais próprios negativos (de 4% para 5%), tendo por base a informação reportada no ITENF (Quadro 1). Apesar da diminuição da margem bruta, particularmente expressiva para empresas nos setores mais afetados pela pandemia, alterações na estrutura de custos das empresas e o recurso a medidas de apoio terão contribuído para evitar um agravamento significativo do número de empresas com menores níveis de capitalização. Para além disso, efetuou-se também um ajustamento importante em termos de injeções de capital e de contenção na distribuição de resultados. Sem estas injeções de capital (deduzidas da distribuição de dividendos), a percentagem de empresas com capitais próprios negativos em 2020 seria 6%.

Os valores apresentados na última coluna do Quadro 1 referem-se à simulação efetuada com base na metodologia descrita. Utilizando a amostra do ITENF e num cenário de ausência de distribuição de dividendos e de injeções de capital, estima-se que no final de 2021 cerca de 6% das empresas portuguesas possam registar capitais próprios negativos, o que representa um aumento de 2 pp face aos valores registados antes da pandemia.

Refira-se que estas estimativas se baseiam num cenário em que não estão previstas medidas de apoio para além das atualmente em vigor, nem o facto de virem a ocorrer novas injeções de capital nas empresas. Por outro lado, apresentam apenas uma visão parcial da economia, dado que a recuperação da atividade terá associada a criação de novos empregos nos setores (e empresas) menos afetados pela pandemia.

Quadro 1 • Percentagem de empresas com capitais próprios negativos

	ITENF 2019	ITENF 2020	Simulação 2021	Var. 2019-2021 (pp)
Percentagem do número de empresas	4%	5%	6%	2
Microempresas	9%	8%	10%	2
Pequenas empresas	5%	6%	6%	1
Médias empresas	3%	4%	5%	2
Grandes empresas	2%	4%	6%	4
Indústria transformadora	3%	3%	3%	1
Construção e atividades imobiliárias	8%	7%	8%	0
Comércio	3%	4%	5%	1
Transportes	5%	7%	12%	6
Alojamento, restauração e similares	4%	16%	26%	22
Ativ. administrativas, de consultoria e serviços de apoio	4%	6%	8%	4
Outros	6%	5%	7%	1

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As variações podem não corresponder à diferença entre colunas devido a arredondamentos. As secções da CAE apresentadas são: C (Indústria transformadora); F e L (Construção e atividades imobiliárias); G (Comércio); H (Transportes); I (Alojamento e restauração); M e N (Atividades administrativas, de consultoria e serviços de apoio); A, B, D, E, J, K, O, P, Q, R, S, T e U (Outros).

Existem diferenças entre micro, pequenas, médias e grandes empresas, tanto no que respeita ao ponto de partida como ao efeito da pandemia. No ponto de partida, o final de 2019, verifica-se sem surpresa que a proporção de empresas com capitais próprios negativos diminui com a dimensão das empresas. Nove por cento das microempresas encontravam-se nesta situação, mas apenas 5% das pequenas, 3% das médias e 2% das grandes (Quadro 1).

Para as microempresas estima-se um aumento de 2 pp da percentagem de empresas cujos prejuízos as colocam com capitais próprios negativos. Estima-se que este aumento seja de 1 pp para as pequenas empresas, 2 pp para as médias e 4 pp para as grandes. Ainda assim, no final de 2021 estima-se que a prevalência de empresas com capitais próprios negativos continue a ser maior nas microempresas.

Dada a forma diferenciada como a pandemia afetou diferentes setores de atividade, é expetável que os resultados do exercício de estimação sejam bastante assimétricos. No entanto, é importante notar que os pontos de partida já eram diferenciados, variando no ITENF entre 3% na indústria transformadora e 8% na construção e atividades imobiliárias.

Em termos de variação, em 2020 o aumento das empresas com situação líquida negativa foi particularmente expressivo para as empresas de alojamento e restauração. Com base nos dados reportados no ITENF, a percentagem de empresas de alojamento e restauração nesta situação passou de 4% em 2019 para 16% em 2020. As empresas de transportes e de atividades administrativas, de consultoria e serviços de apoio também registaram uma deterioração na sua capitalização, mas de magnitude muito inferior (2 pp em ambos os casos).

A simulação efetuada para 2021 implica um agravamento da heterogeneidade setorial. Para as empresas da indústria transformadora, construção e comércio, não se verifica uma deterioração material da situação líquida das empresas por comparação com o observado no final de 2019. Contudo, noutros setores os aumentos são mais expressivos. Tal como em 2020, a deterioração mais significativa deverá concentrar-se nas empresas de alojamento e restauração, estimando-se um aumento de 10 pp face ao observado no final de 2020. No setor dos transportes o aumento deverá ser de 5 pp e para empresas de atividades administrativas, de consultoria e serviços de apoio estima-se um aumento de 2 pp. Refira-se que em 2021 não são considerados potenciais efeitos de injeções de capital ou distribuição de dividendos.

Dada a incerteza subjacente ao exercício e aos conceitos utilizados, são apresentadas no Quadro 2 estimativas com amostras e metodologias alternativas.

Quadro 2 • Percentagem de empresas com capitais próprios negativos – amostras e metodologias alternativas

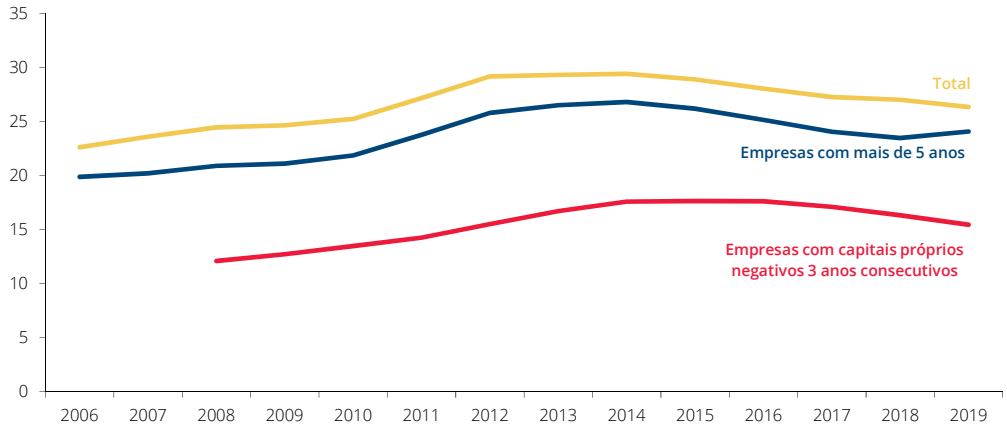
	ITENF 2019	ITENF 2020	Simulação 2021	Var. 2019-2021 (pp)
Percentagem do número de empresas	4%	5%	6%	2
Apenas empresas com mais de 5 anos	4%	5%	6%	2
Apenas empresas com capitais próprios positivos nos últimos 5 anos	0%	2%	3%	3
Apenas empresas com empréstimos bancários em 2019	3%	4%	5%	3
Metodologia alternativa: Capitais próprios/Ativo < 5%	7%	8%	9%	2
Metodologia alternativa: Capitais próprios/Ativo < -5%	3%	4%	5%	2

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As variações podem não corresponder à diferença entre colunas devido a arredondamentos.

Quando se consideram apenas as empresas criadas há mais de cinco anos, ou empresas que tinham uma situação líquida positiva nos últimos 5 anos, ou empresas com empréstimos bancários em 2019, os aumentos verificados ao longo do horizonte de análise assumem uma magnitude muito semelhante (entre 2 e 3 pp).

Por fim, é importante referir novamente que o facto de se estimar que uma empresa passe a registar capitais próprios negativos não implica que a empresa entre em insolvência ou liquidação. Tal ocorrerá apenas num contexto em que a empresa não seja viável e não consiga reforçar os capitais próprios. Não obstante, existe uma correlação positiva forte entre o rácio entre capital próprio e ativo e a sua probabilidade de incumprimento. Quase metade das empresas que encerram atividade num determinado ano tinham capitais próprios negativos no ano anterior. Contudo, conforme ilustrado no Gráfico 1, muitas empresas permanecem em atividade vários anos consecutivos com capitais próprios negativos. No modelo de Merton (1974), se a valorização do ativo for de facto inferior à dívida da empresa, esta torna-se insolvente. Tal como referido acima, tal avaliação implica a existência de informação sobre o valor de mercado atual da empresa. Para considerar o efeito que potenciais sub ou sobrevalorizações de ativos possam ter nos resultados no exercício, no Quadro 2 avaliam-se também os resultados para empresas que tenham capitais próprios sobre ativo inferiores a 5% ou a -5% (em vez de inferiores a zero como no restante exercício). Verifica-se que o aumento da percentagem de empresas nesta situação é idêntico ao observado nos exercícios anteriores.

Gráfico 1 • Empresas com capitais próprios negativos | Percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Os resultados apresentados até aqui focam-se na amostra do ITENF. No entanto, como acima referido, é importante complementar esta avaliação com os resultados para o universo das empresas portuguesas, a partir da informação da Central de Balanços. De acordo com esta informação, a percentagem de empresas com capitais próprios negativos atingiu máximos próximos de 30% durante a crise da dívida soberana, tendo vindo a diminuir desde 2016 (Gráfico 1). Quando se consideram apenas as empresas com mais de cinco anos, a percentagem de empresas nesta situação é menor (24% em 2019). É importante referir que a existência de capitais próprios negativos em termos contabilísticos não implica o encerramento da atividade das empresas: no final de 2019, 15% das empresas tinham capitais próprios negativos há pelo menos três anos.

É possível fazer um exercício de simulação semelhante, tendo como ponto de partida a informação da Central de Balanços de 2019. Tal exercício permite ajudar a compreender de forma mais global a pressão que se possa ter colocado sobre a evolução da capitalização das empresas, em particular para as empresas de menor dimensão que se encontram sub-representadas no ITENF. Contudo, é um exercício com maior incerteza, dado que os valores para 2020 também são estimados. Tal estimação é feita através da extrapolação da evolução observada no ITENF para 60 *clusters* de empresas, tendo em consideração os seguintes elementos: setor de atividade (15 setores), dimensão (micro ou pequena empresa vs. média ou grande empresa) e endividamento das empresas (rácio entre financiamentos obtidos e ativo total inferior ou superior a 20%). Os resultados desta simulação encontram-se no Quadro 3, que replica os vários exercícios acima desenvolvidos. Sem surpresa, os resultados com base no conjunto das empresas da Central de Balanços revelam um maior aumento das empresas com capitais próprios negativos (6 pp), que se mostra robusto aos vários exercícios de simulação. Este aumento assume uma magnitude ligeiramente inferior à estimada para França, onde se terá registado um aumento de 7 pp das empresas com capitais próprios negativos entre março e dezembro de 2020 (Hadjibeyli et al., 2021).

Quadro 3 • Percentagem de empresas com capitais próprios negativos num cenário de ausência de injeções de capital e distribuição de dividendos – amostras e metodologias alternativas (Central de Balanços)

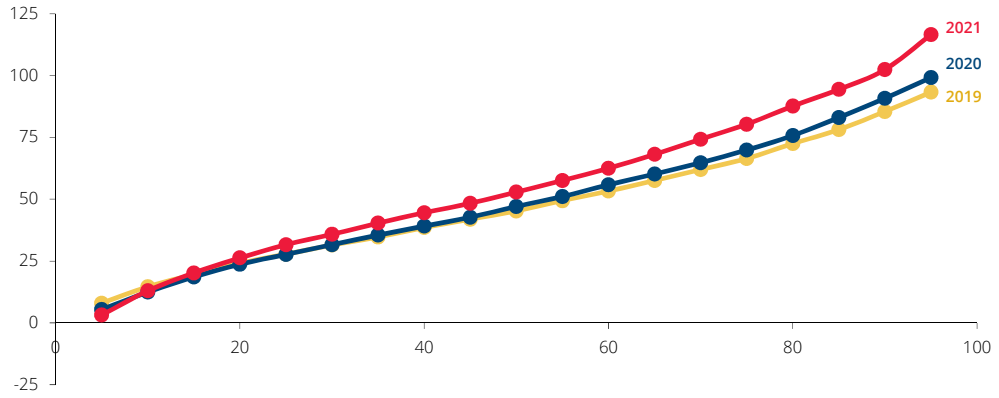
	Central de Balanços 2019	Simulação 2020	Simulação 2021	Var. 2019-2021 (pp)
Percentagem do número de empresas	26%	31%	33%	6
Apenas empresas com mais de 5 anos	24%	28%	30%	6
Apenas empresas com capitais próprios positivos nos últimos 5 anos	0%	3%	6%	6
Apenas empresas com empréstimos bancários em 2019	17%	22%	24%	7
Metodologia alternativa: Capitais próprios/Ativo < 5%	30%	33%	35%	5
Metodologia alternativa: Capitais próprios/Ativo < -5%	24%	28%	30%	6

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As variações podem não corresponder à diferença entre colunas devido a arredondamentos.

Os resultados até agora apresentados centram-se nas empresas mais negativamente afetadas pela pandemia. Em qualquer um dos cenários considerados e em todas as dimensões analisadas, existe um aumento da percentagem de empresas que passam a ter capitais próprios negativos devido à acumulação de prejuízos, na ausência de injeções de capital pelos acionistas. Estas tenderão a ser as empresas com pontos de partida mais frágeis em termos de equilíbrio financeiro ou com choques particularmente negativos durante a pandemia. Contudo, tal não implica que todas as empresas estejam a ser negativamente afetadas.

O Gráfico 2 apresenta a distribuição dos capitais próprios em percentagem do ativo por decil deste rácio (no eixo horizontal), com base na amostra do ITENF. Neste gráfico são consideradas apenas as empresas que tinham capitais próprios positivos no final de 2019. Para mais de 80% das empresas estima-se que ocorra um reforço dos capitais próprios por via da acumulação de lucros em 2021, em linha com a trajetória de recuperação projetada para a economia portuguesa. No entanto, este resultado tem subjacente a hipótese de não distribuição de resultados, representando como tal um limite superior para a estimativa de reforço de capitais próprios.

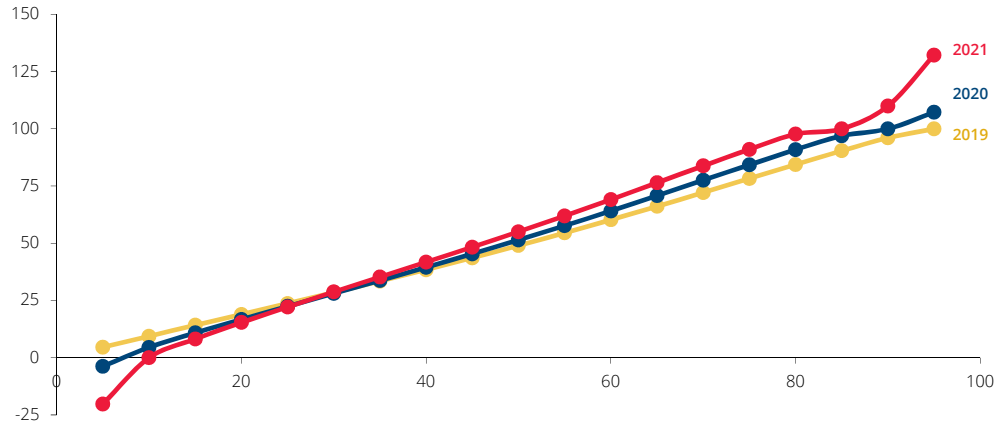
Gráfico 2 • Capitais próprios em percentagem do ativo por percentil (ITENF) | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O eixo horizontal refere-se ao percentil do capital próprio em percentagem do ativo (do percentil 5 ao 95). O eixo vertical refere-se ao valor do capital próprio em percentagem do ativo para cada percentil. É considerado o ativo em 2019. São consideradas apenas as empresas com capitais próprios positivos em 2019.

O Gráfico 3 apresenta o mesmo exercício para a Central de Balanços. Neste caso, estima-se que para mais de dois terços das empresas que tinham capitais próprios positivos em 2019 ocorra um reforço dos capitais próprios por via da acumulação de lucros em 2020 e, sobretudo, em 2021.

Gráfico 3 • Capitais próprios em percentagem do ativo por percentil (Central de Balanços) | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O eixo horizontal refere-se ao percentil do capital próprio em percentagem do ativo (do percentil 5 ao 95). O eixo vertical refere-se ao valor do capital próprio em percentagem do ativo para cada percentil. É considerado o ativo em 2019. São consideradas apenas as empresas com capitais próprios positivos em 2019.

Em síntese, é inevitável que um choque com a magnitude do observado desde o início da pandemia afete negativamente uma parte significativa das empresas, não obstante o vasto conjunto de medidas de apoio implementadas. Algumas empresas encontravam-se já em situação de vulnerabilidade no final de 2019 e estas poderão ter sido particularmente afetadas. A incidência de empresas com capitais próprios negativos com atividades de alojamento e restauração antes da pandemia, combinada com a especial gravidade do choque neste setor, implicam que algumas empresas neste setor se devam encontrar descapitalizadas no final de 2021. Os setores dos transportes e de atividades administrativas, de consultoria e serviços de apoio também sofreram choques significativos. A maior parte das empresas com situações financeiras frágeis antes da pandemia eram microempresas.

O aumento da percentagem de empresas que sentem pressão para debelar a possibilidade de ficar com capitais próprios negativos é claro dos resultados apresentados. Para as empresas viáveis será inevitável efetuar um esforço de capitalização. A acumulação de dívida não permite resolver os desequilíbrios financeiros, pelo contrário, tenderá a agravá-los, a menos que ocorra um aumento significativo da capacidade de geração de fluxos de caixa. Deste modo, a poupança acumulada pelo setor privado durante a pandemia poderá contribuir para este reequilíbrio, bem como os apoios públicos direcionados a esta finalidade. Neste contexto, um desafio crucial prende-se com a avaliação de viabilidade das empresas, de modo a otimizar a afetação de recursos na economia portuguesa.

Referências

Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., Subrahmanyam, M. G., (2020), "The COVID-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-Level Evidence from Italy", *Review of Corporate Finance Studies*, 9, 534–568.

Hadjibeyli, B., Roulleau, G., e Bauer, A., (2021), "Live and (don't) let die: The impact of Covid-19 and public support on French firms", *French Treasury working paper*, 2021-2, April.

Merton, R. C. (1974), "On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates", *Journal of Finance*, 29, 449-470.

III Séries

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2020

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2020

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2020

O Banco de Portugal divulga anualmente a atualização das séries longas trimestrais para a economia portuguesa. Estas encontram-se distribuídas por três blocos: despesa, rendimento disponível dos particulares e mercado de trabalho.

A atualização divulgada neste Boletim mantém o detalhe das séries anteriormente publicado e inclui pela primeira vez os valores trimestrais para o ano de 2020. Esta informação incorpora as séries de Contas Trimestrais por Setor Institucional divulgadas pelo INE a 26 de março de 2021 e segue, em larga medida, os procedimentos metodológicos descritos detalhadamente em Cardoso e Sequeira (2015).[1]

Relativamente ao PIB e às principais componentes da despesa, a informação publicada para o período posterior a 1995 coincide com os dados trimestrais divulgados pelo INE, tanto a preços correntes como avaliados em volume (dados encadeados em volume com ano de referência 2016).

Por sua vez, as séries do rendimento disponível dos particulares para o período a partir do primeiro trimestre de 1999 diferem dos valores publicados pelo INE (Contas Trimestrais por Setor Institucional) pelo facto de se encontrarem corrigidas de sazonalidade e de efeitos de calendário pelo Banco de Portugal, nos casos em que foi identificado um padrão sazonal.

No bloco do mercado de trabalho, as séries encontram-se agrupadas segundo duas medidas: equivalentes a tempo completo (ETC, conceito Contas Nacionais) e milhares de indivíduos (conceito Inquérito ao Emprego). As séries do emprego em ETC correspondem, em termos anuais, às divulgadas pelo INE desde 1995. As séries em milhares de indivíduos e a série da taxa de desemprego apenas diferem das do Inquérito ao Emprego – versão publicada pelo INE a 10 de fevereiro de 2021 – devido à correção de sazonalidade.

Para a correção de sazonalidade recorreu-se, regra geral, ao procedimento X13-ARIMA (através do *software JDemetra+*).

Estas séries trimestrais e anuais para o período de 1977-2020 são apresentadas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico* e no BP*stat* | Portal das Estatísticas nos domínios Contas nacionais e População e mercado de trabalho.

1. Cardoso, F. e Sequeira, A. (2015), Séries longas trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2014, *Occasional Paper* No 1, Banco de Portugal.

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2020

As séries anuais do património dos particulares, para o período 1980-2020, correspondem à atualização das estimativas publicadas no Boletim Económico de maio do ano passado. Estas estimativas de património, com divulgação anual, incluem a componente financeira (ativos e passivos) e a habitação (principal componente do património não financeiro). Estas séries do património dos particulares são publicadas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico* e no BP*stat* | Portal das Estatísticas no domínio Contas nacionais, subdomínio Séries para a economia portuguesa – Património dos particulares). Os conceitos e metodologia são idênticos aos descritos em Cardoso, Farinha e Lameira (2008)[1].

As séries financeiras (ativos e passivos) aqui apresentadas são consistentes com a versão mais recente das contas nacionais financeiras publicadas pelo Banco de Portugal, que estão disponíveis para o período 1994-2020. As séries financeiras para o período anterior a 1994 foram retropoladas utilizando as taxas de variação implícitas nas séries de património anteriores e obtidas de acordo com a metodologia descrita detalhadamente em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005).

A metodologia de cálculo da riqueza em habitação baseia-se num método habitualmente utilizado para calcular estimativas de *stock* de capital – o método de inventário permanente. Este método consiste em acumular sucessivamente o investimento em capital fixo (neste caso em habitação), postulando hipóteses razoáveis para o seu período de vida útil e para o método de depreciação.

A série do património em habitação foi ajustada de modo a incorporar, para o período de 2000 a 2018, as estimativas de *stock* de capital em habitação disponibilizadas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE)[2]. Estas estimativas disponibilizadas pelo INE não incluem o valor dos terrenos subjacentes aos alojamentos, que estão incluídos nas séries de património aqui publicadas. O valor dos terrenos foi estimado para os anos em causa a partir do rácio definido para efeitos fiscais (nomeadamente, na avaliação de imóveis em sede de Imposto Municipal sobre Imóveis), que corresponde a 25% do valor global dos alojamentos. Os restantes anos da série longa de riqueza em habitação (para os períodos 1980-1999 e 2019-2020) foram obtidos com base nas taxas de variação da série do *stock* obtida com a metodologia referida baseada em séries longas da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em habitação. As séries longas da FBCF habitação utilizadas no cálculo do *stock* de habitação respetivo incorporam os dados mais recentes de Contas Nacionais (para o período de 1995 a 2020).

1. Cardoso, F., Farinha, L. e Lameira, R. (2008), "Household wealth in Portugal: revised series", *Occasional Paper* No 1, Banco de Portugal. Esta publicação corresponde à revisão das séries previamente publicadas em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005) "Household wealth in Portugal: 1980-2004" *Working Paper* No 4, Banco de Portugal, onde está descrita de forma mais detalhada a metodologia de cálculo.
2. As contas de *stock* de capital do INE foram publicadas pela primeira vez em novembro de 2017 e estão disponíveis na área de Contas Nacionais do portal do INE. Para mais detalhes ver Instituto Nacional de Estatística (2017), "Contas de *Stock* de Capital (Base 2011) 2000 – 2015", Destaque de 24 de novembro.