BOLETIM ECONÓMICO

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2021

MAI. 2022

BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2021

MAIO 2022

BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2022 • www.bportugal.pt

Boletim Económico | A economia portuguesa em 2021 | Maio 2022 • **Banco de Portugal** Rua do Comércio, 148 | 1100-150 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 2021 | 5

1 Apresentação | 7

2 Enquadramento internacional | 8

3 Condições de financiamento | 12

Caixa 1 • Empréstimos às empresas em moratória e com garantia pública: evolução e perspetivas | 17

Caixa 2 • Evolução dos novos empréstimos para habitação | 21

4 Finanças públicas | 23

Caixa 3 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva | 27

5 Atividade económica | 29

6 Mercado de trabalho | 35

Caixa 4 • A evolução recente da taxa de atividade em Portugal: decomposição por género, escolaridade e efeito demográfico | 41

Caixa 5 • A transmissão intergeracional da educação em Portugal | 45

7 Preços | 48

Caixa 6 • Medidas de inflação subjacente | 52

Caixa 7 • A transmissão das pressões inflacionistas externas aos preços no produtor e no consumidor em Portugal | 55

8 Balança de pagamentos | 57

II Tema em destaque | 61

A evolução da liquidez e alavancagem das empresas em 2020 | 63

III Séries | 77

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2021 | 79

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2021 | 80

I A economia portuguesa em 2021

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

Em 2021, a atividade económica portuguesa cresceu 4,9%, situando-se ainda abaixo do nível anterior à pandemia. O crescimento registado na área do euro foi próximo, 5,3%, e no final do ano foi alcançado o nível do Produto Interno Bruto (PIB) do último trimestre de 2019. O impacto mais significativo da pandemia na economia portuguesa reflete o maior peso das exportações de turismo. A composição setorial da atividade continua a apresentar diferenças face ao período pré-pandemia: o valor acrescentado bruto (VAB) permanece inferior no comércio, alojamento e restauração e nos outros serviços que envolvem elevado contacto pessoal (culturais, desportivos), mas situa-se consideravelmente acima nos serviços de comunicação e informação e na construção.

O mercado de trabalho mostrou-se dinâmico ao longo do ano. O emprego beneficiou das políticas públicas de apoio e manteve-se resiliente durante a pandemia, em particular nos contratos sem termo e nos trabalhadores com mais experiência e qualificações. As horas trabalhadas, apesar do crescimento em 2021, ainda não tinham recuperado o nível pré-pandémico no final do ano. As remunerações médias por trabalhador aceleraram face ao ano anterior, aumentando 5,5% no conjunto dos dois anos de pandemia, em parte devido ao aumento do salário mínimo. A taxa de participação retomou a trajetória de aumento, após a queda no ano anterior, e a taxa de desemprego situou-se em 6,6%, voltando à de 2019.

As famílias tiveram um aumento do rendimento disponível e diminuíram a poupança. O aumento do rendimento sustentou a recuperação do consumo, mais marcada nos bens de consumo corrente não alimentar e nos bens duradouros. No final do ano, o consumo privado mantinha uma composição diferente e era inferior ao do período pré-pandémico. A taxa de poupança das famílias diminuiu de 12,7% em 2020 para 10,9% em 2021, mas manteve-se acima da anterior à pandemia, 7,2%. Os depósitos dos particulares mantiveram um crescimento forte de 6,6%, enquanto os empréstimos para consumo aumentaram 2,7%.

O investimento apresentou um crescimento elevado em 2021, extensivo a todas as componentes e setores institucionais. A recuperação foi mais marcada nas máquinas e equipamentos e na construção, apesar de alguns constrangimentos no acesso a materiais e mão de obra e do aumento do seu custo. Por setor institucional, destaca-se a forte recuperação do investimento das famílias e empresarial, a par da manutenção de um contributo importante do investimento público. No caso das famílias, os novos empréstimos à habitação registaram um crescimento elevado, refletindo o aumento do número de devedores num contexto de menor incerteza decorrente da pandemia. As empresas continuaram a beneficiar de condições favoráveis de financiamento, em particular de taxas de juro mais favoráveis e maturidades mais longas nas linhas de crédito com garantia pública e, nos três primeiros trimestres do ano, das moratórias de crédito.

O défice orçamental cifrou-se em 2,8% do PIB em 2021, reduzindo-se em 3,0 pp face ao ano anterior. Esta evolução reflete a recuperação da atividade económica (1,2 pp) a redução de medidas temporárias não associadas à pandemia (0,8 pp) – em particular a devolução de uma comissão paga antecipadamente ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF) e a menor despesa com apoio ao sistema financeiro – e a redução das despesas em juros (0,4 pp). A orientação da política orçamental foi restritiva apesar do impacto das medidas de apoio relacionadas com a pandemia ter sido semelhante ao do ano anterior. O rácio da dívida pública diminuiu para 127,4% do PIB no final do ano, em larga medida devido ao crescimento nominal da atividade e à desacumulação de depósitos.

A inflação aumentou em 2021 para 0,9%, devido principalmente à evolução dos preços dos bens energéticos e em resultado de pressões externas. A taxa de variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumentou 1,0 pp face a 2020. Em termos médios anuais, observou-se uma subida dos preços dos bens industriais não energéticos, após vários anos de diminuições, enquanto os preços dos serviços apresentaram uma variação nula. O aumento da inflação foi-se acentuando e generalizando ao longo do ano. O diferencial negativo de inflação face à área do euro acentuou-se sobretudo devido aos preços dos bens energéticos, refletindo diferenças na estrutura e funcionamento desses mercados.

A capacidade de financiamento da economia portuguesa face ao exterior melhorou. A redução do défice público foi apenas parcialmente compensada pela diminuição da poupança das famílias. O saldo da balança corrente e de capital aumentou de 0% para 0,7% do PIB, mas manteve-se inferior ao registado em 2019. O défice da balança de bens deteriorou-se por via de efeitos volume e termos de troca, essencialmente devido à subida de preços dos bens energéticos onde Portugal apresenta uma posição deficitária. O excedente da balança de serviços aumentou ligeiramente e, em particular, o saldo de viagens e turismo foi cerca de metade do registado em 2019. O aumento das transferências da União Europeia (UE) impulsionou a melhoria do excedente das balanças de rendimento e de capital. A posição de investimento internacional tornou-se menos negativa, passando de -105% do PIB para -96% no final de 2021.

A economia portuguesa atravessou o período da pandemia de forma comparável à de outras economias europeias. O apoio das políticas económicas revelou-se essencial para a preservação da capacidade produtiva, embora se verifique alguma recomposição setorial. A permanência das alterações no peso relativo dos setores produtivos e nos padrões de consumo é algo que apenas se poderá confirmar no futuro. Em termos de riscos, mantêm-se latentes os que decorrem do elevado endividamento público e privado. As perturbações causadas pela subida dos preços dos produtos energéticos e pela escassez de alguns bens essenciais na atividade económica mundial representam um novo desafio, com consequências negativas na atividade e, sobretudo, nas taxas de inflação.

2 Enquadramento internacional

A atividade económica mundial recuperou em 2021, embora com diferenças entre regiões. O Produto Interno Bruto (PIB) mundial cresceu 6,3% em 2021 (Quadro I.2.1). Nas economias avançadas, o crescimento foi mais forte no segundo trimestre, refletindo a reabertura das economias perante a atenuação das infeções. A atividade foi contida na segunda metade do ano devido em grande parte a restrições do lado da oferta. À medida que as economias reabriram, a procura de bens aumentou fortemente, ao mesmo tempo que algumas matérias-primas e bens intermédios permaneceram escassos. Em consequência, surgiram perturbações nos fornecimentos, com o congestionamento de portos e a escassez de navios e contentores a gerarem atrasos nas entregas e a limitarem a produção (Gráfico I.2.1). No último trimestre do ano, a atividade foi ainda afetada por um ressurgimento da pandemia e de algumas medidas de contenção, em particular na área do euro, embora com um efeito menor que em vagas anteriores. No ano, o PIB cresceu 5,7% nos EUA e 5,3% na área do euro, com um maior contributo do consumo privado, enquanto a recuperação do investimento foi limitada pelas restrições da oferta. A atividade nas economias de mercado emergentes cresceu 6,8% em 2021, não obstante algum abrandamento devido à evolução pandémica e aos atrasos nas campanhas de vacinação.

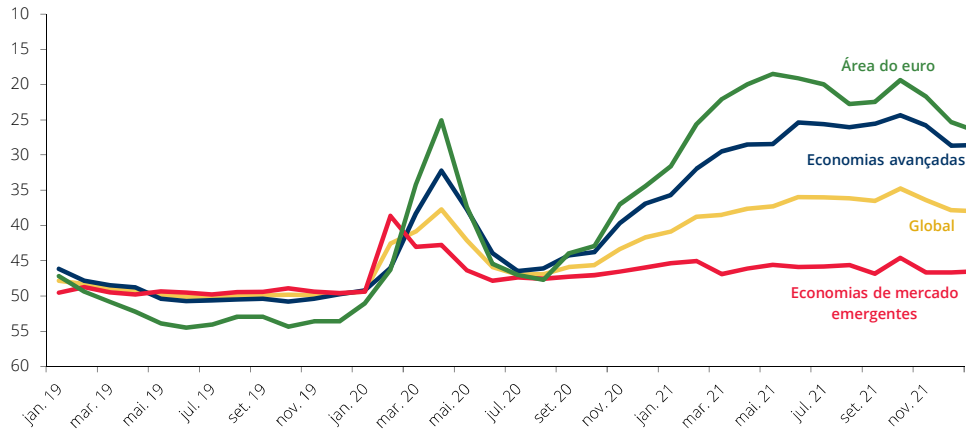
Quadro I.2.1 • PIB e comércio mundial | Percentagem e índice

	Taxa de variação anual			Taxa de variação em cadeia				Índice 2019 T4=100
	2019	2020	2021	2021 T1	2021 T2	2021 T3	2021 T4	2021 T4
PIB mundial	2,9	-2,3	6,3	0,8	0,4	1,6	1,7	104,9
Economias avançadas	1,8	-4,8	5,2	0,6	1,9	1,0	1,1	101,6
EUA	2,3	-3,4	5,7	1,5	1,6	0,6	1,7	103,2
Reino Unido	1,7	-9,4	7,5	-1,2	5,6	1,0	1,0	99,6
Área do euro	1,6	-6,5	5,3	-0,1	2,2	2,3	0,3	100,2
Economias de mercado emergentes	3,3	-1,4	6,8	0,9	-0,7	2,0	2,2	107,1
China	5,8	2,2	8,1	0,3	1,3	0,7	1,6	110,3
Importações mundiais de bens	-0,4	-5,2	10,7	3,3	2,1	-1,0	2,7	108,1
Procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa	2,2	-11,1	9,3	1,0	2,6	1,2	2,0	100,4
Procura externa de bens dirigida à economia portuguesa	1,9	-11,1	20,7	3,7	6,2	4,3	9,5	119,8

Fontes: BCE, CPB e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Procura externa de bens e serviços calculada pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. 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 2019.

A evolução da atividade económica na área do euro foi diferenciada entre países e entre setores de atividade. As diferenças estiveram associadas à evolução da pandemia e à estrutura das economias, designadamente a sua exposição aos setores mais intensivos em contatos, como o turismo, e às restrições do lado da oferta. Entre as quatro maiores economias, apenas na França a atividade atingiu o nível pré-pandemia, com um crescimento anual de 7,0%. O PIB cresceu 6,6% em Itália, 5,0% em Espanha e 2,9% na Alemanha. Na área do euro, a forte recuperação da atividade nos serviços implicou uma retoma do nível pré-pandemia no final do ano, exceto nos serviços mais intensivos em contatos sociais.

Gráfico I.2.1 • Prazo de entrega dos fornecedores | Índice de difusão (escala invertida)



Fonte: IHS Markit. | Nota: Purchasing Managers' Index (PMI) para o prazo de entrega dos fornecedores da indústria transformadora; valores abaixo de 50 indicam uma deterioração nos prazos de entrega.

O comércio mundial e a procura externa dirigida à economia portuguesa apresentaram um forte crescimento em 2021, abrandando na segunda metade do ano. O volume mundial de importações de bens cresceu 10,7% em 2021, tendo sido mais acentuado nas economias de mercado emergentes (Quadro I.2.1). Na segunda metade do ano, as perturbações nas cadeias de fornecimento global contiveram o ritmo de crescimento do comércio mundial. A procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa cresceu 9,3% em 2021, tendo sido limitada pela recuperação incompleta nos serviços associados ao turismo.

A inflação mundial subiu ao longo do ano de modo generalizado e para níveis historicamente elevados. Nos países da OCDE, a inflação homóloga atingiu 6,6% em dezembro de 2021, um máximo desde 1991 (Quadro I.2.2). Em termos médios anuais, a inflação foi 4,0% (2,9% excluindo bens alimentares e energéticos). A subida da inflação foi generalizada aos vários tipos de bens e às regiões, refletindo, em larga medida, a subida do preço dos bens energéticos e a forte recuperação da procura mundial a par da oferta insuficiente (Gráfico I.2.2). Nos EUA, a inflação homóloga fixou-se em 7,0% em dezembro, o valor mais alto dos últimos 40 anos, para o qual também contribuíram as pressões existentes no mercado de trabalho e o consequente aumento dos salários. A inflação homóloga na área do euro fixou-se em 5% em dezembro.[1] A subida dos preços dos bens energéticos, por via do petróleo, do gás e da eletricidade, contribuiu para metade desta variação. As limitações do lado da oferta também terão contribuído para as subidas nos preços. Em contrapartida, os custos do trabalho permaneceram moderados, à medida que os programas de apoio ao emprego foram terminando e os trabalhadores regressaram aos seus postos de trabalho. As expetativas de inflação subiram ao longo do ano aproximando-se do objetivo do Banco Central Europeu (BCE) de 2% no médio prazo.

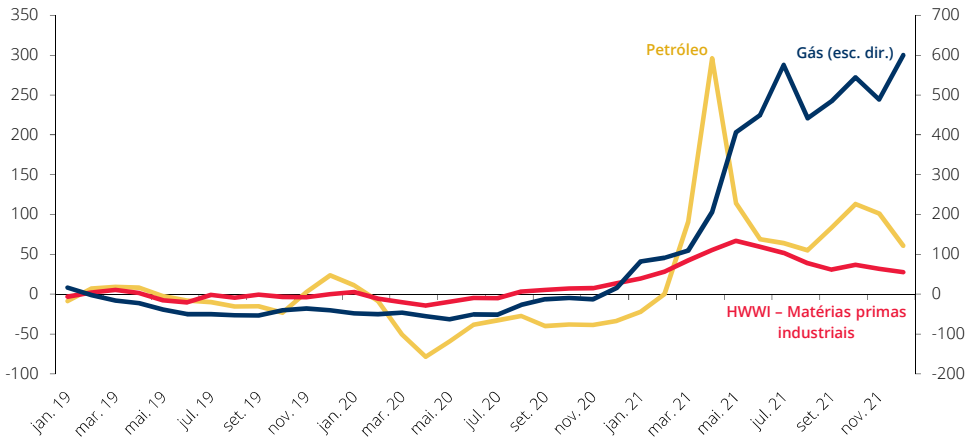
Quadro I.2.2 • Inflação nas principais economias | Taxa de variação média anual e taxa de variação homóloga para dez. 21

	2017	2018	2019	2020	2021	dez. 21
Inflação mundial	2,7	3,0	2,9	2,3	4,0	5,4
Países da OCDE						
IPC	2,3	2,6	2,1	1,4	4,0	6,6
IPC ex. alimentares e energéticos	1,9	2,1	2,2	1,8	2,9	4,6
EUA						
IPC	2,1	2,4	1,8	1,2	4,7	7,0
IPC ex. alimentares e energéticos	1,8	2,1	2,2	1,7	3,6	5,5
Área do euro						
IHPC	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	5,0
IHPC ex. alimentares e energéticos	1,0	1,0	1,0	0,7	1,5	2,6
Reino Unido						
IPC	2,7	2,5	1,8	0,9	2,6	5,4
IPC ex. alimentares e energéticos	2,4	2,0	1,7	1,4	2,4	4,3

Fontes: Eurostat, OCDE, Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Inflação mundial – média ponderada (pelo PIB de cada país) de 63 países. IPC para os países da OCDE calculada pela OCDE com base nos IPC dos países, que no caso do Reino Unido é o IPCH (incluindo custos de habitação dos proprietários).

1. Ver Tema em destaque "Por que razão está a inflação mais alta na área do euro?", *Boletim Económico* de março de 2022.

Gráfico I.2.2 • Preço das matérias primas | Taxa de variação homóloga



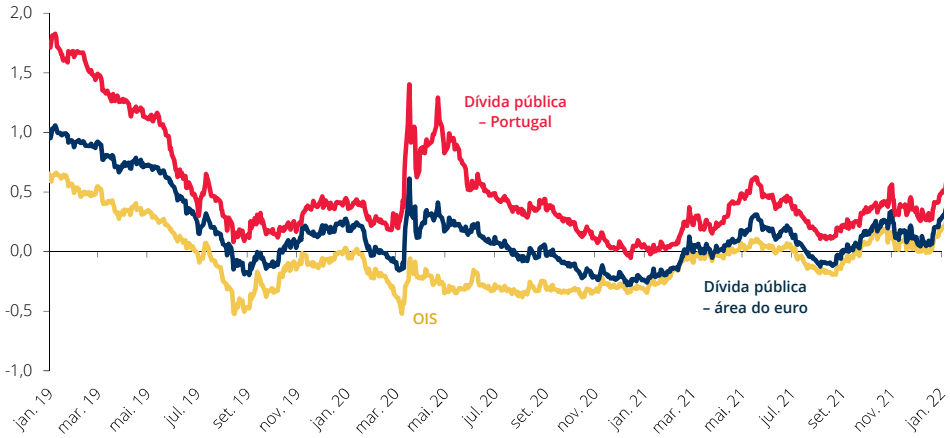
Fontes: Refinitiv e HWWI. | Nota: Preço do brent (EUR/barril) e do gás natural de referência para o mercado europeu (TTF Dutch; EUR/MWh); médias mensais.

As políticas públicas mantiveram a sua importância no apoio ao rendimento e à atividade. As políticas públicas de saúde foram dirigidas ao avanço dos planos de vacinação, especialmente nas economias avançadas, o que permitiu uma reabertura mais rápida. Face ao ano anterior, o foco alterou-se para a aprovação de programas visando a recuperação e robustecimento das economias em áreas como a transição energética ou as infraestruturas. Na Europa, o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR) entrou na fase de implementação no final do ano, após a submissão e aprovação dos planos da maior parte dos estados membros, que ascendem a 445 mil milhões de euros (3% do PIB de 2019 da UE). O financiamento comum do Next Generation EU (NGEU) também se iniciou em 2021 através de emissão de 112 mil milhões de euros em dívida titulada. Nos EUA, os planos de investimentos em infraestruturas aprovados até ao final de 2021 pressupõem uma despesa de 1200 mil milhões de dólares (6% do PIB de 2019) distribuída pelos próximos 10 anos.

As políticas monetárias continuaram a providenciar acomodação, em diferentes graus conforme as condições das economias. A Reserva Federal dos EUA ajustou a orientação da política monetária a partir de novembro, acelerando o ritmo de redução de compras de ativos, perante a inflação crescente, as expetativas de inflação no longo prazo acima do objetivo de 2% e um mercado de trabalho robusto. A política monetária do BCE continuou a suportar condições de financiamento favoráveis, tendo sido ajustada a partir de setembro em função da recuperação da atividade e da subida da inflação. O ritmo de compras de ativos foi reduzido no final do ano, terminando as compras líquidas no âmbito do PEPP em março de 2022. As taxas de juro de política permaneceram inalteradas, e o BCE comunicou que as compras líquidas no âmbito do APP terminariam pouco antes do BCE começar a subir as taxas de política. O BCE continuou a apoiar a atividade de intermediação financeira dos bancos da área do euro com a TLTRO-III. Em julho, o BCE anunciou as alterações à estratégia de política monetária, em que reviu o objetivo de inflação para 2% no médio prazo, com um compromisso de simetria em torno desse valor.[2]

2. Ver Tema em destaque "A nova estratégia de política monetária do BCE", *Boletim Económico* de outubro de 2021.

Gráfico I.2.3 • Taxas de juro a 10 anos para a área do euro | Percentagem



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: OIS – Overnight Index Swaps. Taxa de juro da dívida pública da área do euro – taxas das obrigações soberanas a 10 anos *benchmark* dos países da área do euro ponderadas pelo PIB.

As condições monetárias e financeiras globais mantiveram-se favoráveis, em especial na primeira metade do ano. As perspetivas de uma forte recuperação económica contribuíram para um aumento da preferência pelo risco e uma apreciação nos mercados financeiros. A segunda metade do ano foi caracterizada por alguma reversão destes movimentos, perante a antecipação do aperto da política monetária dadas as pressões inflacionistas, em especial nos EUA, com o respetivo contágio para o resto do mundo. Na área do euro, enquanto as taxas de juro de curto prazo permaneceram estáveis (Euribor a 3 meses em -0,6%, em média), as taxas de juro de longo prazo apresentaram alguma volatilidade e terminaram o ano ligeiramente mais altas, refletindo uma subida nas expetativas de inflação e nos prémios de risco de inflação (Gráfico I.2.3). Os mercados acionistas, em particular na área do euro e nos EUA, apreciaram de modo sustentado e o euro permaneceu relativamente estável no primeiro semestre. Na segunda metade do ano verificou-se alguma volatilidade nos mercados acionistas e uma depreciação do euro. Comparando os finais de ano, os mercados acionistas nos EUA (S&P500) e na área do euro (Eurostoxx) apreciaram 30% e 20%, respetivamente, e o euro depreciou 2,7% face a um cabaz alargado de moedas e 6,7% face ao dólar norte-americano.

3 Condições de financiamento

As condições de financiamento dos bancos portugueses mantiveram-se favoráveis em 2021. O passivo dos bancos aumentou, embora a um ritmo mais moderado do que em 2020, refletindo um abrandamento do financiamento junto do banco central, no âmbito das operações de política monetária (Quadro I.3.1). Os depósitos do setor privado não financeiro mantiveram-se dinâmicos, atingindo máximos históricos num contexto de redução da taxa de poupança dos particulares e retoma do investimento das empresas. Em dezembro, as taxas de variação anual dos depósitos de particulares e empresas situaram-se em 6,6% e 17,0%, respetivamente (8,1% e 17,9%, respetivamente, em dezembro de 2020). A desaceleração dos depósitos na área do euro foi mais

marcada do que em Portugal, tendo a taxa de variação no final de 2021 sido semelhante aos valores pré-pandemia.

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

	dez. 19	jun. 20	dez. 20	jun. 21	dez. 21
Passivo (taxa de variação homóloga)	0,9	6,3	8,4	5,5	6,7
Depósitos do setor privado não financeiro	2,7	4,8	5,5	4,7	5,3
Passivos interbancários	0,3	-0,3	-1,1	-1,4	-0,9
Financiamento de bancos centrais	-0,6	3,4	4,0	2,3	2,4
Títulos	0,7	1,6	0,9	0,4	0,6
Outros passivos	-2,3	-3,3	-1,0	-0,4	-0,7
Por memória:					
Depósitos bancários (taxa de variação anual)					
Particulares – Portugal	3,7	6,2	8,1	7,0	6,6
Particulares – Área do euro	5,3	6,2	7,6	6,8	4,9
Empresas – Portugal	11,1	19,0	17,9	14,5	17,0
Empresas – Área do euro	6,0	17,5	19,1	7,9	8,1

Fonte: Banco de Portugal.

As taxas de juro de novos empréstimos ao setor privado não financeiro mantiveram-se estáveis face a 2020. Para as empresas não financeiras, a taxa de juro média oscilou em torno de 2%, acima da taxa média de 1,3% para a área do euro, e refletiu as taxas de juro mais favoráveis de novas linhas de crédito com garantia pública disponibilizadas sobretudo no início do ano (Quadro I.3.2). O Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (BLS) reportou um aumento da restritividade na concessão de crédito a empresas nos dois primeiros trimestres do ano, refletindo a perceção de um aumento do risco da economia e de setores ou empresas específicos (Gráfico I.3.1 – Painel A). Nos dois últimos trimestres, estes critérios não se alteraram. Nos empréstimos a particulares, a taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) média em Portugal, em dezembro, situou-se em 2,4% e 9,7% para os segmentos de habitação e consumo (Quadro I.3.2). Nestes segmentos, os critérios de concessão de crédito mantiveram-se praticamente inalterados ao longo do ano (Gráfico I.3.3 – Painéis A e B). Na área do euro, as TAEG médias no ano para estes empréstimos mantiveram-se estáveis, em cerca de 1,6% e 5,7%, respetivamente. Os bancos da área do euro reportaram um alívio nos critérios de concessão nos empréstimos à habitação e um aperto nos empréstimos ao consumo, nos dois primeiros trimestres do ano, ambos parcialmente revertidos no resto do ano.

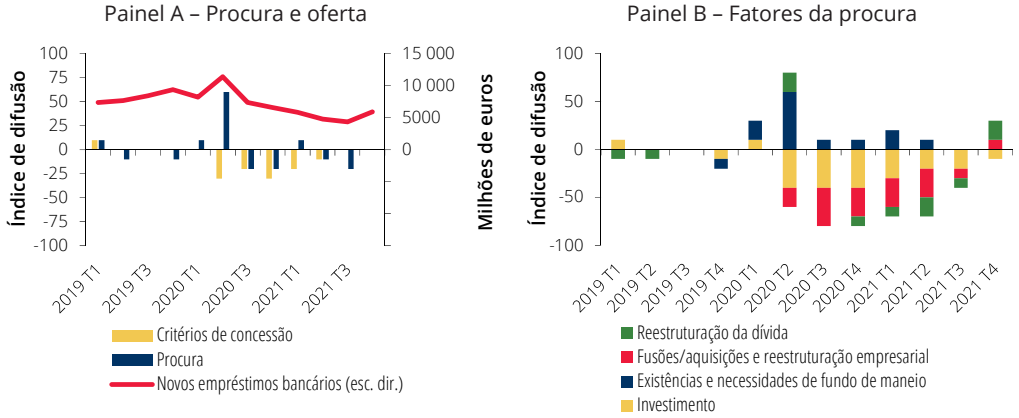
Os empréstimos bancários às empresas continuaram a aumentar, mas desaceleraram ao longo do ano. A taxa de variação anual atingiu um máximo de 10,2% em março, reduzindo-se gradualmente para 4,5% em dezembro (Quadro I.3.2). A desaceleração dos empréstimos observou-se na maioria dos setores de atividade, com exceção da indústria transformadora e das atividades de consultoria e, por dimensão, foi mais acentuada nas pequenas e médias empresas. De acordo com o BLS, a procura por crédito aumentou apenas no primeiro trimestre, tendo diminuído nos dois seguintes (Gráfico I.3.1 – Painel A). Quanto aos fatores que explicam esta evolução, o financiamento de existências e as necessidades de fundo de maneio contribuíram para aumentar a procura de crédito no primeiro trimestre, enquanto o financiamento do investimento fixo, de fusões/aquisições e de reestruturação empresarial continuou a contribuir para reduzir a procura de crédito (Gráfico I.3.1 – Painel B). Na área do euro, os empréstimos às empresas também desaceleraram na primeira metade do ano, mas aceleraram posteriormente, para uma taxa de 4,3% em dezembro. O aumento da procura por crédito a partir do segundo trimestre refletiu as necessidades de financiamento das empresas, especialmente de existências e fundo de maneio e para investimento fixo.

Quadro I.3.2 • Taxas de juro e taxa de variação anual dos empréstimos bancários a particulares e empresas não financeiras | Em percentagem

	Peso em dez. 2019	dez. 19	jun. 20	dez. 20	jun. 21	dez. 21
Taxa de juro para novos empréstimos						
Particulares – Habitação (TAEG)						
Portugal		2,4	2,5	2,3	2,3	2,4
Área do euro		1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
Particulares – Consumo (TAEG)						
Portugal		10,5	9,7	9,5	9,5	9,7
Área do euro		5,9	5,6	5,7	5,8	5,7
Sociedades não financeiras (TAA)						
Portugal		2,1	1,8	2,0	2,2	2,0
Área do euro		1,4	1,4	1,4	1,4	1,2
Empréstimos – Taxa de variação anual						
Particulares	100,0	1,1	1,1	1,5	2,9	3,7
d.q. habitação	78,1	0,1	0,9	1,9	3,3	4,1
d.q. consumo	16,2	8,3	4,6	0,6	1,5	2,7
Sociedades não financeiras	100,0	1,1	6,3	10,0	6,5	4,5
d.q. por dimensão:						
Microempresas	30,1	6,2	10,8	13,9	11,4	7,8
Pequenas empresas	23,9	-1,1	8,7	13,3	8,5	4,2
Médias empresas	24,4	-1,9	4,3	6,1	2,4	2,1
Grandes empresas	17,7	-3,1	-3,5	3,8	0,8	2,1
d.q. por setor de atividade económica:						
Indústria transformadora	18,3	0,2	5,0	9,5	10,1	10,4
Construção e atividades imobiliárias	23,9	1,8	3,5	5,3	3,7	0,0
Comércio	17,2	2,2	8,2	9,5	5,0	5,1
Transportes e armazenagem	7,5	-9,3	-9,2	0,4	3,5	0,1
Alojamento e restauração	7,4	2,3	18,9	25,3	12,0	7,6
Atividades de consultoria e administrativas	10,6	1,1	5,8	6,4	5,2	6,2

Fonte: 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. A TAA é a taxa acordada anualizada. A taxa de variação anual é calculada com base em saldos corrigidos de reclassificações e variações cambiais e de preço. No caso dos empréstimos aos particulares e ao total das sociedades não financeiras, a taxa é adicionalmente ajustada de operações de titularização e cedências (líquidas) de empréstimos.

Gráfico I.3.1 • Novos empréstimos e procura e oferta de crédito por bancos residentes a empresas e impacto de diversos fatores na procura de crédito | Índice de difusão e milhões de euros



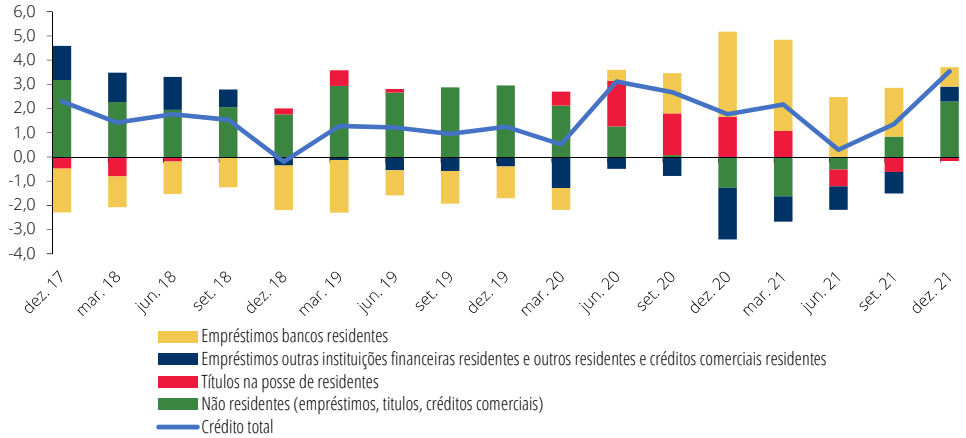
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base nas respostas ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito O índice varia entre -100 e 100, correspondendo o valor zero à situação "sem alterações". No caso dos critérios de concessão, o Painel A apresenta o simétrico do 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 e um contributo dos fatores para um aumento (redução) da procura de crédito. O índice de difusão reflete uma apreciação qualitativa por parte dos bancos, pelo que a soma dos contributos dos fatores não tem de corresponder ao valor do índice para a procura. Os novos empréstimos são o acumulado dos três meses do trimestre.

A desaceleração dos empréstimos bancários às empresas resultou de uma redução dos novos empréstimos com garantia pública e do aumento dos reembolsos associado ao fim das moratórias. O peso dos empréstimos com garantia pública no total dos novos empréstimos com maturidade superior a 1 ano reduziu-se ao longo do ano (em média, de 47,3% em 2020 para 16,5% em 2021). A percentagem de empréstimos às empresas em moratória aumentou para cerca de um terço do total entre o seu início em março de 2020 e junho desse ano, mantendo-se estável até convergir para zero a partir de setembro de 2021. A diminuição dos empréstimos em moratória, apesar da sua proeminência em setores muito afetados pela pandemia, não foi acompanhada por um aumento do rácio de empréstimos vencidos, que atingiu mínimos históricos (2,3% em dezembro de 2021, no crédito a empresas) (Caixa 1).

Em 2021, o contributo de residentes para a evolução do crédito total às empresas reduziu-se. Por sua vez, o crédito concedido por não residentes, através de empréstimos, aquisição de títulos ou créditos comerciais aumentou, apresentando um contributo de 2,3 pp para a taxa de variação homóloga do crédito total às empresas de 3,5%, em dezembro de 2021 (face a um contributo de -1,3 pp em dezembro de 2020) (Gráfico I.3.2). A evolução do financiamento externo é influenciada por operações financeiras de algumas empresas grandes ou de empresas de menor dimensão que pertencem a grupos económicos com ligações internacionais.

Os empréstimos bancários a particulares aceleraram, devido sobretudo ao segmento da habitação. Em dezembro, a taxa de variação anual dos empréstimos a particulares situou-se em 3,7% (1,5% no período homólogo), refletindo taxas de variação anual de 4,1% e 2,7% nos segmentos de habitação e consumo, respetivamente (Quadro I.3.2). Na área do euro, os empréstimos à habitação e ao consumo também cresceram mais do que no ano anterior, fixando-se as taxas de variação anual em 5,4% e 1,6%, respetivamente.

Gráfico I.3.2 • Crédito total a empresas não financeiras, por setor financiador | Taxa de variação homóloga e contributos



Fonte: Banco de Portugal.

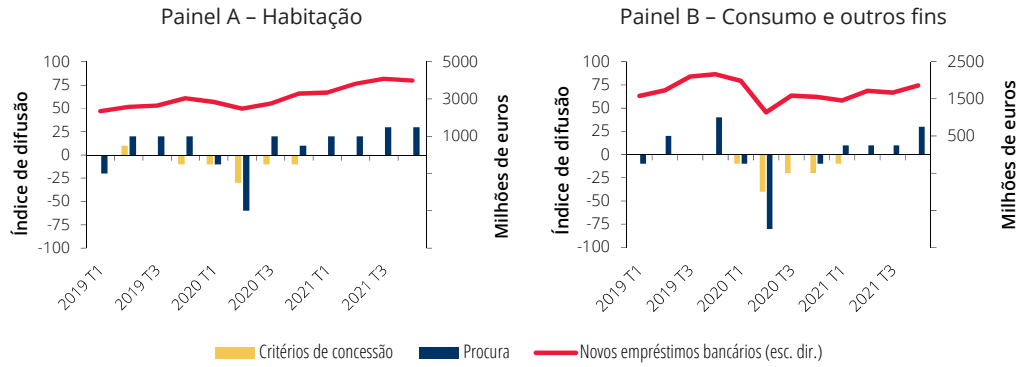
Os novos empréstimos a particulares para habitação aumentaram 32,8% em 2021, atingindo, no terceiro trimestre, o valor mais elevado desde o primeiro trimestre de 2008. Para o aumento da procura de crédito em 2021 contribuíram a confiança dos consumidores e as taxas de juro baixas (Gráfico I.3.3 – Painel A). A evolução dos novos empréstimos refletiu

principalmente o aumento do número de devedores, que mais do que compensou a redução registada em 2020, mas também o aumento do valor médio dos empréstimos, em linha com a subida dos preços no mercado imobiliário (Caixa 2). No ano, os preços da habitação cresceram 9,4%, o que compara com 8,8% e 10% em 2020 e 2019, respetivamente, e o número de transações de alojamentos familiares aumentou 20% (-11% e 2%, em 2020 e 2019, respetivamente). A fração do valor das transações financiadas por novos empréstimos situou-se em 54% em 2021, o que compara com uma média de 45% nos cinco anos anteriores à pandemia. A percentagem de crédito à habitação em moratória, que se situou em torno de 18% entre junho de 2020 e fevereiro de 2021, começou a diminuir no segundo trimestre e convergiu para zero a partir de setembro, o que atenuou a aceleração do crédito à habitação através do aumento dos reembolsos.

Os novos empréstimos ao consumo acompanharam a evolução do consumo privado, diminuindo no início do ano e recuperando posteriormente. No ano, a fração de consumo privado (excluindo bens alimentares) financiada com recurso a crédito aumentou para 5,1% (4,6% em 2020), permanecendo inferior à observada no período pré-pandemia. A percentagem de crédito ao consumo em moratória, que atingiu um máximo de 13% em julho de 2020, aumentou o ritmo de redução logo no primeiro trimestre de 2021, convergindo para zero a partir de setembro.

Os rácios de endividamento das empresas e dos particulares estabilizaram em 2021. Depois de uma trajetória decrescente desde 2013, o rácio de alavancagem das empresas, medido pela dívida total das empresas em percentagem do seu ativo, situou-se em 52,0% em dezembro de 2021, o que compara com 51,9% e 52,9%, no final de 2020 e 2019, respetivamente. Em dezembro, este rácio situava-se 9,5 pp acima do rácio médio da área do euro, mais 0,5 pp que o diferencial no final de 2019. O endividamento dos particulares, medido pelo rácio entre o crédito e o rendimento disponível bruto, situou-se em 97%, no final de 2021 (98%, na área do euro), o que compara com 98% e 95% no final de 2020 e 2019, respetivamente (100% e 98%, respetivamente, na área do euro).

Gráfico I.3.3 • Novos empréstimos e procura e oferta de crédito por bancos residentes a particulares | Índice de difusão e milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base nas respostas ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito. O índice 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 são o acumulado dos três meses do trimestre.

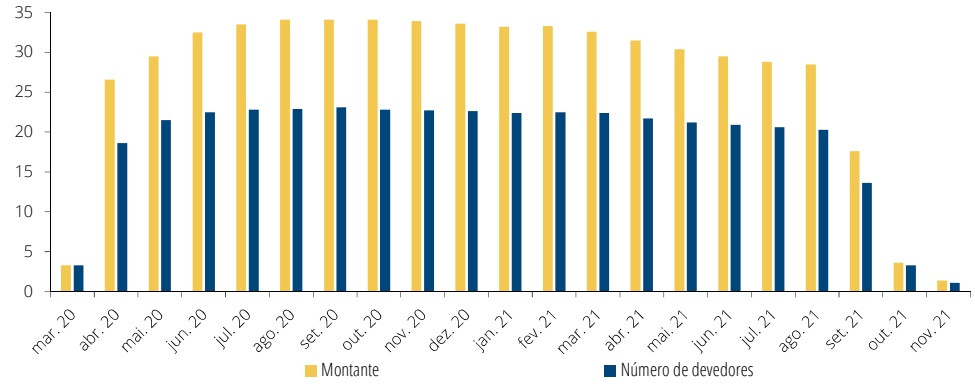
Caixa 1 • Empréstimos às empresas em moratória e com garantia pública: evolução e perspetivas

No contexto da pandemia de COVID-19 foram introduzidas medidas para assegurar a manutenção da capacidade de gestão de tesouraria e liquidez das empresas portuguesas. Algumas dessas medidas tiveram uma vertente orçamental, outras foram implementadas através do sistema bancário. De entre as últimas, as moratórias de crédito possibilitaram a prorrogação dos pagamentos junto das instituições credoras, sem que tal originasse qualquer incumprimento contratual. Em paralelo, as linhas de crédito com garantia pública permitiram condições nos novos empréstimos mais favoráveis do que as prevalecentes no mercado, nomeadamente taxas de juro mais baixas e maturidades mais longas.

As moratórias de crédito foram introduzidas em março de 2020, tendo terminado em dezembro de 2021. A proporção de empréstimos em moratória manteve-se relativamente estável, atingindo o máximo de 34,1% do montante total (22,9% do número de devedores) em setembro de 2020 (Gráfico C1.1). A percentagem foi mais elevada no setor do alojamento e restauração.

Gráfico C1.1 • Empréstimos a empresas não financeiras abrangidos por moratórias

Painel A – Montante e número de devedores | Percentagem do total



Painel B – Montante | Percentagem de cada segmento no total do ano

	jun. 20	dez. 20	jun. 21	set. 21
Empresas não financeiras	33	34	30	18
Grandes empresas	31	33	28	19
Médias empresas	33	33	29	17
Pequenas empresas	33	34	30	17
Micro-empresas	33	33	32	19
Indústria transformadora	32	33	26	15
Comércio	26	25	22	12
Construção e ativ. imobiliárias	32	33	30	18
Transportes e armazenagem	31	29	27	17
Alojamento e restauração	56	57	56	37
Outros	30	28	28	18

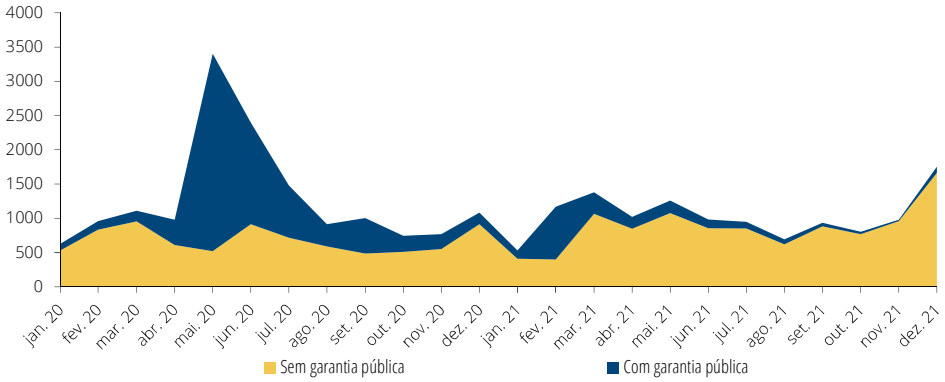
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: São considerados, no numerador, os montantes associados a contratos abrangidos por moratória e os devedores com pelo menos um contrato abrangido por moratória. As secções da CAE apresentadas são: C (Indústria transformadora); F e L (Construção e atividades imobiliárias); G (Comércio); H (Transportes e armazenagem); I (Alojamento e restauração); A, B, D, E, J, K, M-U (Outros).

Os empréstimos com garantia pública contribuíram significativamente para o aumento dos novos empréstimos em 2020, com destaque para os meses entre maio e setembro (Gráfico C1.2). Nesse

ano, os novos empréstimos com garantia pública representaram cerca de 47% do montante total dos novos empréstimos com maturidade superior a um ano, e mais de metade dos novos empréstimos nos setores no alojamento e restauração (64%), no comércio e indústria transformadora (61% e 60%, respetivamente) e nas médias e pequenas empresas (55% e 61%, respetivamente). A redução dos novos empréstimos com garantia pública ao longo de 2021, associada à redução do montante disponibilizado e critérios mais restritivos, em particular, a orientação para setores mais afetados, contribuiu para a desaceleração progressiva dos empréstimos totais durante o ano. Em 2021, cerca de 16% dos novos empréstimos tiveram garantia pública, com destaque novamente para os setores do alojamento e restauração (33%) e indústria transformadora (39%).

Gráfico C1.2 • Novos empréstimos concedidos a empresas não financeiras com maturidade superior a um ano com recurso a garantia pública

Painel A –Montante | Milhões de euros



Painel B – Montante | Percentagem de cada segmento no total do ano

	2020	2021
Empresas não financeiras	47	16
Grandes empresas	30	27
Médias empresas	55	27
Pequenas empresas	61	15
Micro-empresas	33	6
Indústria transformadora	60	39
Comércio	61	11
Construção e ativ. imobiliárias	24	3
Transportes e armazenagem	42	5
Alojamento e restauração	64	33
Outros	35	9

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito e referem-se aos montantes de empréstimos concedidos a empresas não financeiras com maturidade superior a 1 ano. As secções da CAE apresentadas são: C (Indústria transformadora); F e L (Construção e atividades imobiliárias); G (Comércio); H (Transportes e armazenagem); I (Alojamento e restauração); A, B, D, E, J, M-U (Outros).

O saldo de empréstimos bancários às empresas, que se vinha a reduzir antes da pandemia, aumentou 6,1% e 1,8%, em termos homólogos em dezembro de 2020 e dezembro de 2021, respetivamente (Quadro C1.1). Esta evolução resulta do comportamento dos empréstimos que se mantiveram no mercado de crédito (margem intensiva) e da diferença entre os novos empréstimos e os empréstimos totalmente reembolsados (margem extensiva). Em 2020, a diminuição do

contributo negativo da margem intensiva decorre essencialmente da desaceleração dos reembolsos de empréstimos que beneficiaram de moratória. O aumento do contributo positivo da margem extensiva é sobretudo um efeito do aumento de empréstimos com garantia pública. Em 2021, a desaceleração do *stock* de empréstimos resulta sobretudo da diminuição do contributo positivo da margem extensiva, em particular da diminuição dos empréstimos com garantia pública. O efeito dos empréstimos que beneficiaram de moratória é ainda patente, embora reflita a retoma da amortização de capital nestes empréstimos.

Quadro C1.1 • Empréstimos concedidos por participação no mercado de crédito e apoios
| Taxa de variação homóloga em percentagem e contributos em pontos percentuais

	dez. 19	jun. 20	dez. 20	jun. 21	dez. 21
Taxa de variação homóloga (%)	-2,7	2,0	6,1	4,2	1,8
Contributos (pp)					
Margem Intensiva	-9,0	-8,5	-6,4	-4,0	-5,7
Com moratória	-3,7	-3,7	-1,7	-0,4	-1,7
Sem apoio	-5,3	-4,8	-4,8	-3,6	-4,0
Margem extensiva	6,3	10,5	12,6	8,2	7,5
Com garantia pública	0,0	7,2	10,7	5,4	2,5
Sem apoio	6,3	3,3	1,8	2,8	5,0

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A margem intensiva refere-se a empréstimos que permaneceram no mercado de crédito e a margem extensiva refere-se às entradas e saídas de empréstimos no mercado de crédito. Entradas refere-se a novos empréstimos (empréstimos no período, mas que não existem no mesmo período do ano anterior); saídas refere-se a empréstimos totalmente reembolsados (que não existem no período, mas que existem no mesmo período do ano anterior); e permanências refere-se a empréstimos no período e 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. Um empréstimo que esteja pelo menos um mês em moratória entre 2020m3 e 2021m12 é considerada como "Com moratória"; um empréstimo concedido com garantia pública entre 2020m1 e 2021m12 é considerada como "Com garantia pública".

Em dezembro de 2021, cerca de 30% do montante total de empréstimos bancários a sociedades não financeiras esteve em algum momento em moratória e 12% tem associado uma garantia pública concedida entre 2020 e 2021.

Estes empréstimos podem ter um risco de crédito acrescido por estarem associados a empresas mais afetadas pela pandemia. Neste contexto é importante analisar o crédito vencido e em incumprimento. O montante de crédito vencido corresponde ao capital do empréstimo não amortizado nas datas previstas. Para efeitos da presente análise, o montante em incumprimento corresponde a todo o montante em dívida associado a um empréstimo classificado pela instituição bancária como em incumprimento por não estar a cumprir com o plano de pagamentos há mais de 90/180 dias ou por haver probabilidade de não cumprir com o mesmo.

Os empréstimos com garantia pública aparentam ter níveis de risco reduzidos, refletindo os critérios de elegibilidade para este financiamento. Em contraste, os empréstimos que tiveram moratórias têm níveis de risco médio superiores por comparação com a carteira total. Para estes, a informação, ainda limitada para o período pós-moratória, apenas aponta para um crescimento no incumprimento associado à probabilidade de não cumprir com o plano de pagamentos.

O rácio de crédito vencido face ao total de empréstimos a empresas continuou a diminuir após o início da pandemia, situando-se em 2,3% no final de 2021 (Quadro C1.2). Este rácio apresenta valores muito reduzidos no segmento dos empréstimos que em algum momento tiveram uma moratória e no segmento dos empréstimos com garantia pública.

O montante de empréstimos em incumprimento também continuou a diminuir (7,8% em dezembro de 2021), registando um valor inferior no segmento dos empréstimos com garantia pública (1,8%), mas um rácio superior no segmento dos empréstimos que tenham estado em algum momento em moratória (11,5%). Em particular, os bancos aumentaram o crédito que consideram que será de improvável cumprimento integral no segmento dos empréstimos que tinham tido moratória. A percentagem de empréstimos classificada em incumprimento segundo este critério era, no final de 2021, 9,3% nos empréstimos que tinham tido moratória e 4,7% nos empréstimos totais. Por outro lado, o montante de empréstimos em incumprimento devido a não estar a cumprir com o plano de pagamentos continuou a ser superior para o total (3,0%) face aos segmentos das moratórias (2,2%).

Quadro C1.2 • Empréstimos vencidos e em incumprimento concedidos a empresas não financeiras | Percentagem do total em cada segmento

	dez. 2020	dez. 2021
Percentagem do total de empréstimos a SNF		
d.q. com crédito vencido	3,3	2,3
d.q. em incumprimento	9,5	7,8
d.q. em incumprimento devido a probabilidade de não cumprir com o plano de pagamentos	4,1	4,7
d.q. em incumprimento devido a não estar a cumprir com o plano de pagamentos há mais de 90/180 dias	5,4	3,0
Percentagem de empréstimos vencidos em cada segmento		
com moratória	0,1	0,5
com garantia pública	0,0	0,0
Percentagem de empréstimos em incumprimento em cada segmento		
com moratória	8,9	11,5
d.q. em incumprimento devido a probabilidade de não cumprir com o plano de pagamentos	7,1	9,3
d.q. em incumprimento devido a não estar a cumprir com o plano de pagamentos há mais de 90/180 dias	1,8	2,2
com garantia pública	0,7	1,8
d.q. em incumprimento devido a probabilidade de não cumprir com o plano de pagamentos	0,6	1,4
d.q. em incumprimento devido a não estar a cumprir com o plano de pagamentos há mais de 90/180 dias	0,1	0,4

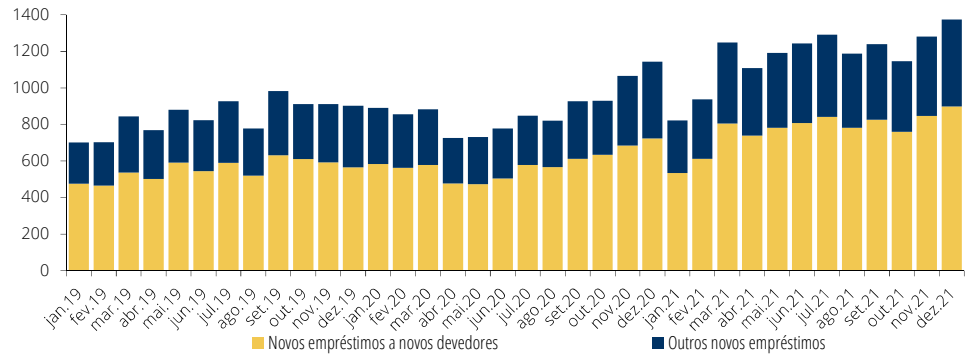
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito. Um empréstimo que esteja pelo menos um mês em moratória entre 2020m3 e 2021m12 é considerada como "Com moratória"; um empréstimo concedido com garantia pública entre 2020m1 e 2021m12 é considerada como "Com garantia pública". O montante de crédito vencido corresponde ao capital do empréstimo não amortizado nas datas previstas. O montante em incumprimento corresponde a todo o montante em dívida associado a um empréstimo classificado como em incumprimento pela instituição bancária, definido em conformidade com o art. 178 do Regulamento (UE) n.º 575/2013.

Caixa 2 • Evolução dos novos empréstimos para habitação

O montante de novos empréstimos para habitação concedidos às famílias continuou a aumentar em 2021, acompanhando o dinamismo dos preços e transações do mercado de habitação, mas acima do crescimento do rendimento disponível.

Desde o início da pandemia, os novos empréstimos reduziram-se nos períodos de maior confinamento, mas recuperaram rapidamente nos períodos seguintes. A variação anual dos novos empréstimos foi de 4,6% e 32,8% em 2020 e 2021, respetivamente (Gráfico C2.1). Neste período, os empréstimos a novos devedores (os que não tinham nenhum empréstimo para habitação nos quatro meses anteriores à contratação do novo crédito) representam cerca de 66% do valor total dos novos empréstimos. Os empréstimos neste segmento cresceram a um ritmo semelhante ao do total.

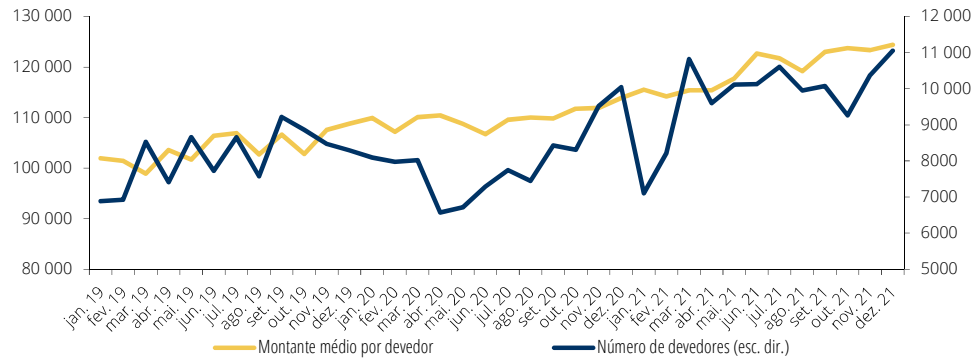
Gráfico C2.1 • Decomposição dos novos empréstimos para habitação por tipo de devedor | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito e considera empréstimos concedidos a Famílias por todas as instituições financeiras residentes classificados como crédito à habitação (tipo de instrumento).

A evolução dos novos empréstimos em 2021 refletiu sobretudo o aumento do número de devedores, mais 22%, tendo o montante médio por devedor aumentado 8,8% (Gráfico C2.2). O aumento do número de devedores reflete o adiamento de compra de casa por alguns indivíduos no ano anterior, devido à incerteza gerada pela crise pandémica (o número de devedores reduziu-se em cerca de 1% em 2020). Nos períodos de confinamento observaram-se quebras significativas no número de novos empréstimos, enquanto o valor médio apresenta uma trajetória de crescimento mais estável.

Gráfico C2.2 • Decomposição dos novos empréstimos para habitação em montante médio por devedor e número de devedores | Em unidades e euros



Fonte: Banco de Portugal.

Os novos empréstimos à habitação estão concentrados nas classes etárias mais jovens e em escolaridades superiores. Em 2019, mais de 90% dos devedores com novos empréstimos para habitação tinham menos de 54 anos e 35,6% tinham menos de 35 (Quadro C2.1). A escolaridade mais frequente era o ensino superior, seguido do ensino secundário. Dos devedores com novos empréstimos para habitação, 7,6% eram estrangeiros.

O aumento do número de devedores em 2021 foi muito expressivo em todos os segmentos. A redução de 2020 foi mais acentuada no caso dos mais velhos e nos estrangeiros (-6,4% e -7,7%, respetivamente), o que pode estar associado a maiores restrições de mobilidade, devido à crise pandémica.

Quadro C2.3 • Estrutura do número de devedores, montante médio por devedor e taxas de variação anual dos novos empréstimos para habitação | Em percentagem e milhares de euros

	Número de devedores			Montante médio por devedor		
	Estrutura (%)	Taxa de variação (%)		Valor (milhares de EUR)	Taxa de variação (%)	
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
				Total de devedores		
Idade						
Menos de 35 anos	35,6	1,3	19,7	100,9	7,6	9,7
Entre 35 e 54 anos	58,0	-1,9	23,7	107,6	5,2	8,2
Mais de 54 anos	6,3	-6,4	20,0	92,0	-1,8	9,0
Escolaridade						
Inferior ao secundário	7,0	-2,4	11,1	71,1	5,3	7,1
Secundário	40,1	-0,3	19,0	85,2	5,6	5,9
Superior	52,9	-0,5	25,8	122,4	5,2	9,0
Nacionalidade						
Portuguesa	92,4	-0,5	21,7	101,3	6,0	7,7
Estrangeira	7,6	-7,7	25,9	140,1	4,3	17,9
Total	**100,0**	**-1,1**	**22,0**	**104,2**	**5,7**	**8,8**
				Novos devedores		
Idade						
Menos de 35 anos	45,2	0,3	18,9	101,4	8,2	9,8
Entre 35 e 54 anos	48,9	-1,7	22,1	106,7	6,3	9,7
Mais de 54 anos	5,9	-7,5	15,9	100,3	-3,6	12,7
Escolaridade						
Inferior ao secundário	7,8	-3,9	10,7	73,3	6,9	5,6
Secundário	42,3	-1,5	17,3	85,3	6,4	6,6
Superior	49,9	0,4	24,7	122,9	5,9	11,1
Nacionalidade						
Portuguesa	90,0	-0,2	19,9	99,7	7,3	8,4
Estrangeira	10,0	-10,0	24,3	141,7	3,8	19,6
Total	**100,0**	**-1,2**	**20,3**	**103,9**	**6,5**	**9,9**

Fonte: Banco de Portugal (CRC).

O montante médio por devedor dos novos empréstimos para habitação era cerca de 104 mil euros em 2019 e aumentou nos dois últimos anos. Os montantes médios mais elevados estão associados a devedores estrangeiros e com escolaridade superior. O crescimento do montante médio por devedor em 2020 foi semelhante em todas as classes, exceto no caso dos mais velhos em que se registou uma redução. O aumento do montante médio em 2021 foi superior ao do ano anterior em todas as classes, refletindo a maior subida dos preços de habitação, e mais acentuado nos empréstimos a estrangeiros e a devedores com escolaridade superior, sobretudo no caso dos novos devedores.

4 Finanças públicas

Em 2021, o défice orçamental cifrou-se em 2,8% do PIB. Este resultado foi mais favorável do que as últimas previsões do Ministério das Finanças (4,3% do PIB), refletindo um crescimento da receita fiscal acima do esperado (0,5 pp) e uma menor execução da despesa pública (-1,0 pp). Na área do euro, o défice situou-se em 5,1% do PIB (7,1% em 2020).

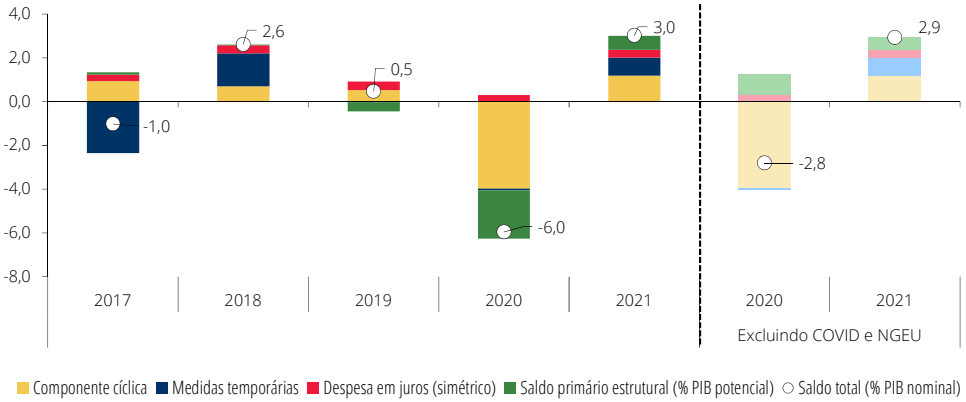
A redução do défice em 3,0 pp do PIB face a 2020 é apenas parcialmente explicada pela recuperação económica. A melhoria da posição cíclica da economia contribuiu em 1,2 pp do PIB potencial para a redução do défice das administrações públicas (Gráfico I.4.1 e Quadro I.4.1). As medidas classificadas como temporárias contribuíram também favoravelmente (em 0,8 pp do PIB), refletindo sobretudo a devolução da comissão paga antecipadamente ao FEEF (0,5 pp) e a redução da despesa com apoio ao sistema financeiro (0,3 pp). O peso das despesas em juros no PIB voltou a reduzir-se em 2021 (em 0,4 pp do PIB). Assim, o saldo primário estrutural (que não é afetado pelos efeitos cíclicos e é corrigido de medidas temporárias e despesas com juros) melhorou 0,7 pp do PIB potencial. Esta orientação restritiva da política orçamental decorre de um aumento em termos estruturais da receita (1,6 pp do PIB potencial) acima do registado pela despesa primária (0,9 pp).

O estímulo proveniente das medidas de apoio relacionadas com a pandemia foi maior do que em 2020. O impacto líquido destas medidas no saldo das administrações públicas foi semelhante ao do ano anterior (cerca de -3% do PIB). O estímulo foi superior por ter subjacente um montante mais significativo de financiamento por fundos europeus e um aumento da despesa associada a medidas de apoio em 0,6 pp do PIB. Este aumento decorre da implementação dos programas Apoiar e Ativar e do acréscimo dos gastos na área da saúde, incluindo os associados ao processo de vacinação e testes de diagnóstico. Em sentido oposto, os encargos com o *layoff* simplificado e o apoio financeiro à TAP foram menores. Em particular, o impacto em 2021 do empréstimo concedido à TAP foi aproximadamente metade do observado no ano anterior, uma vez deduzido o reembolso parcial de um empréstimo a uma holding cuja dívida já estava registada nas administrações públicas.

A melhoria do saldo orçamental é explicada em larga medida pelo aumento da receita não fiscal. A receita total cresceu 10,0 por cento em 2021, o que corresponde a um aumento em 1,8 pp do PIB (1,3 pp excluindo medidas temporárias – Gráfico I.4.2). A receita fiscal e contributiva aumentou 0,4 pp do PIB, refletindo essencialmente efeitos de composição associados ao comportamento das principais bases macroeconómicas (Caixa 3). O peso no PIB da receita corrente não fiscal aumentou 0,6 pp, refletindo quase integralmente recebimentos do fundo REACT-EU do NGEU (0,7 pp do PIB). Estes montantes foram utilizados para financiar despesa em vacinas contra a COVID-19 e programas de apoio a empresas implementados na crise pandémica, tendo um impacto neutro no saldo orçamental. A receita de capital aumentou 0,8 pp do PIB, dos quais 0,5 pp decorrem da referida devolução de comissões pagas antecipadamente ao FEEF. Adicionalmente, registou-se um acréscimo em 0,3 pp do PIB relacionado com fundos europeus do PT2020 com reflexo na despesa do ano.

O peso da despesa primária no PIB diminuiu. Esta rubrica aumentou 3,9% em 2021, equivalente a uma diminuição em 0,7 pp em rácio do PIB. Parte desta diminuição decorreu do menor montante transferido para o Novo Banco através do respetivo mecanismo de capital contingente. Assim, a variação corrigida de medidas temporárias foi de -0,5 pp do PIB (Gráfico I.4.3). Esta evolução ocorreu apesar do já referido aumento dos gastos com medidas de apoio relacionadas com a pandemia, refletindo o crescimento moderado das restantes despesas.

Gráfico I.4.1 • Contributos para a variação do saldo das administrações públicas | Em pontos percentuais do PIB ou do PIB potencial



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Notas: 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*, Volume V, n.º 2, Abril. Classificam-se como medidas temporárias com impacto em 2021: 1) a receita associada à devolução de margens financeiras anteriormente pagas no âmbito dos empréstimos do Programa de Assistência; 2) o recebimento parcial da devolução de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português; 3) a transferência de capital para o Novo Banco no âmbito do respetivo mecanismo de capitalização contingente e 4) o montante associado ao acordo de regularização da subconcessão do Baixo Tejo, na sequência de uma decisão judicial. Os detalhes relativos às medidas classificadas como temporárias entre 2017 e 2020 podem ser consultados em publicações anteriores do Banco de Portugal.

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

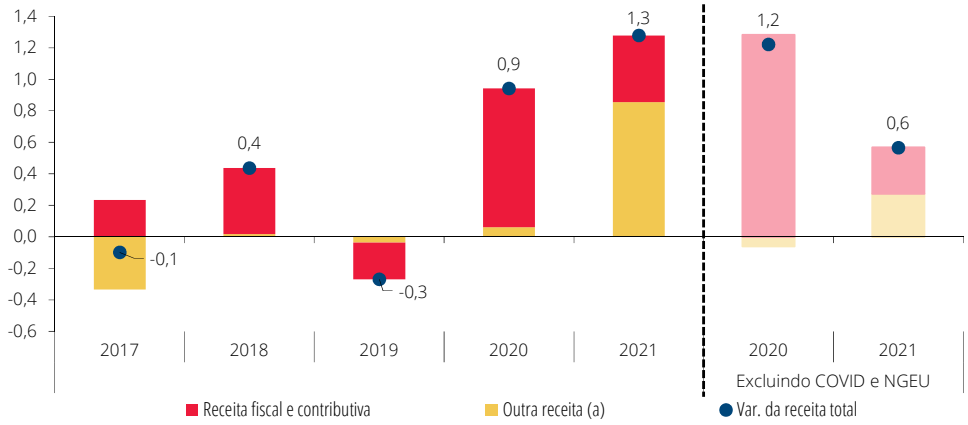
	2017	2018	2019	2020	2021	Variação 2021-20 (pp)
Saldo total	-3,0	-0,3	0,1	-5,8	-2,8	3,0
Despesa em juros	3,8	3,4	3,0	2,9	2,4	-0,4
Saldo primário	0,8	3,0	3,1	-2,9	-0,4	2,6
Indicadores estruturais (em percentagem do PIB potencial) [a]						
Saldo estrutural	-0,7	-0,3	-0,4	-2,3	-1,3	1,0
Saldo primário estrutural	3,0	3,1	2,6	0,4	1,1	0,7
Receita estrutural	42,4	42,9	42,6	43,2	44,8	1,6
Despesa primária estrutural	39,4	39,8	40,0	42,8	43,7	0,9
Dívida pública						
Variação da dívida pública (em pp)	126,1	121,5	116,6	135,2	127,4	-7,8
(-) Saldo primário	-5,4	-4,7	-4,9	18,6	-7,8	
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	-0,8	-3,0	-3,1	2,9	0,4	
Ajustamentos défice-dívida	-2,6	-2,3	-2,3	11,2	-4,7	
Por memória:	-2,0	0,7	0,4	4,4	-3,4	
Medidas temporárias	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6	0,3	0,8
Componente cíclica	-0,2	0,5	1,0	-3,0	-1,8	1,2
Dívida líquida de depósitos das Administrações Públicas	116,0	113,4	109,8	123,2	120,0	-3,2

Fontes: Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias.

A despesa corrente primária diminuiu 0,2 pp em rácio do PIB, refletindo em larga medida o comportamento das prestações sociais. A despesa com prestações sociais em dinheiro diminuiu em 0,4 pp do PIB, tendo registado um crescimento de 3,0% face ao ano anterior. Cerca de metade deste crescimento é explicado pelo aumento da despesa relacionada com a pandemia, com destaque para os subsídios de isolamento e doença e o Apoio Extraordinário ao Rendimento dos Trabalhadores. A despesa com pensões de velhice e sobrevivência registou um crescimento de 1,9%, correspondente a uma redução em 0,5 pp do PIB, num contexto de quase estabilização do número

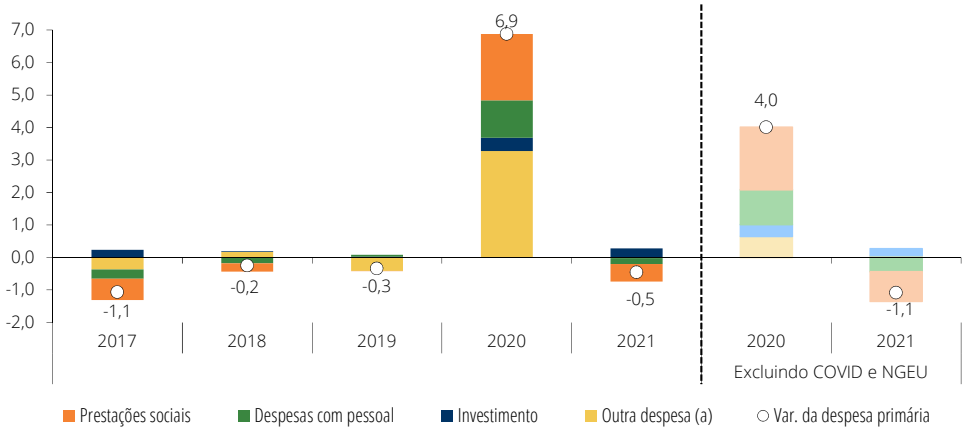
de pensionistas e aposentados e de aumento da prestação média por via da atualização extraordinária das pensões mais baixas no regime geral. A despesa com subsídios de desemprego e apoio ao emprego cresceu 4,9%, desacelerando significativamente face ao ano anterior (27,5%) e permanecendo aproximadamente constante em rácio do PIB. O crescimento deste agregado decorreu do aumento da prestação média associado ao aumento do limiar mínimo do subsídio de desemprego, uma vez que o número de desempregados registados estabilizou face ao ano anterior. A despesa com prestações sociais em espécie permaneceu aproximadamente constante em rácio do PIB.

Gráfico I.4.2 • Contributos para a variação da receita corrigida de medidas temporárias | Em pontos percentuais do PIB



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (a) A outra receita inclui as vendas e as outras receitas correntes e de capital.

Gráfico I.4.3 • Contributos para a variação da despesa primária corrigida de medidas temporárias | Em pontos percentuais do PIB



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

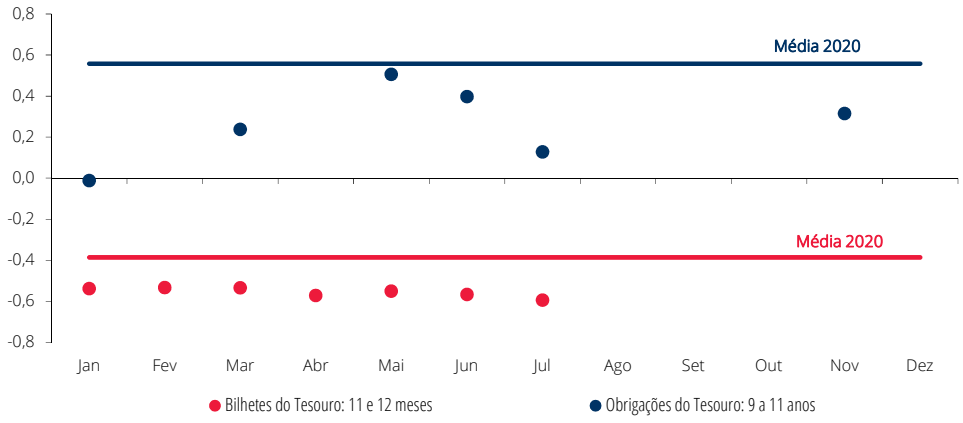
As restantes rubricas da despesa corrente primária cresceram acima do PIB nominal, com exceção das despesas com pessoal. As despesas com pessoal diminuíram em rácio do PIB (0,2 pp), apesar do crescimento de 4,0% (3,4% no ano anterior). Esta evolução refletiu um aumento do trabalho suplementar associado à pandemia e a admissão de funcionários, sobretudo nas áreas da saúde e educação. Em média, no ano, o número de funcionários públicos cresceu 3%. O vencimento médio também aumentou em resultado do processo de mitigação do tempo de serviço

congelado em carreiras especiais (em curso desde 2019), do aumento do salário mínimo nacional e da implementação do Plano de Recuperação das Aprendizagens. O consumo intermédio aumentou em 0,1 pp do PIB por via do crescimento da despesa com a aquisição de equipamento de proteção individual e vacinas (no último caso, com financiamento pelo REACT-EU). O peso dos subsídios às empresas no PIB aumentou 0,2 pp, embora desacelerando significativamente face ao ano anterior. O aumento decorre do maior impacto de medidas de apoio a empresas afetadas pela crise pandémica, em particular o Apoio à Retoma Progressiva e os programas Apoiar e Ativar.

O peso da despesa de capital no PIB reduziu-se, apesar do aumento do investimento público. O investimento público cresceu 19,0% em 2021, aumentando em 0,3 pp do PIB. Este aumento foi mais do que compensado pelo decréscimo da outra despesa de capital (em 0,9 pp do PIB) que refletiu a já referida redução do montante de apoio ao sistema financeiro e do empréstimo à TAP.

Os encargos com o serviço da dívida mantiveram uma trajetória descendente. As despesas com juros desceram 0,4 pp do PIB, em resultado da diminuição da taxa de juro implícita da dívida de 2,2% para 1,9%. Desde 2014, ano em que atingiram 4,9% do PIB, as despesas com juros reduziram-se em 2,4 pp. Em 2021 manteve-se a tendência de redução das taxas das novas emissões. Em termos médios, a taxa de juro dos leilões de Bilhetes do Tesouro foi de -0,6% (-0,4% em 2020), enquanto nos leilões de Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos a taxa média se situou em 0,3% (0,6% em 2020) (Gráfico I.4.4).

Gráfico I.4.4 • Taxas de juro nos leilões de Bilhetes e Obrigações do Tesouro em 2021 | Em percentagem



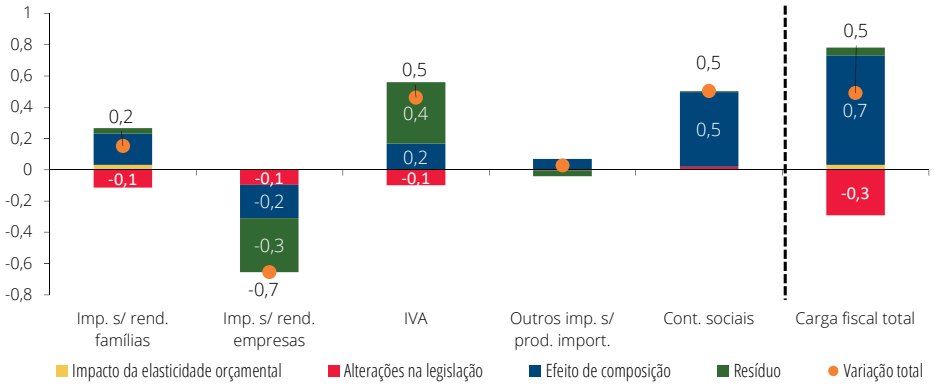
Fonte: IGCP (cálculos do Banco de Portugal).

O rácio da dívida pública diminuiu de 135,2% para 127,4% do PIB. Esta redução tem subjacente um efeito denominador muito significativo, com a taxa de crescimento nominal do PIB a exceder largamente a taxa de juro implícita da dívida (Quadro I.4.1). Adicionalmente, registou-se uma redução da dívida pública que decorreu da desacumulação de depósitos das administrações públicas numa magnitude equivalente a 4,7 pp do PIB. Os ajustamentos défice-dívida deram um contributo de 3,4 pp do PIB para a redução do rácio da dívida, com a desacumulação de depósitos a ser parcialmente compensada pelo aumento de passivos relacionado com o registo de adiantamentos de fundos europeus sem contrapartida na despesa executada no ano. Na área do euro, o rácio da dívida pública também se reduziu em 2021 (de 97,2 para 95,6% do PIB).

Caixa 3 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva

A receita fiscal e contributiva aumentou 6,8% em 2021, refletindo os efeitos da recuperação macroeconómica. A receita fiscal corrigida da influência cíclica do PIB situou-se em 38,1% do produto potencial, aumentando 0,5 pp face ao ano anterior (37,6%). Esta variação é explicada pelo efeito de composição associado a desvios entre a evolução observada das bases macroeconómicas e a que decorreria das respetivas elasticidades face ao hiato do produto, que justifica um aumento de 0,7 pp (Gráfico C3.1). Este efeito decorre sobretudo do crescimento da massa salarial e do consumo privado. As medidas de política fiscal implementadas em 2021 geraram perda de receita (-0,3 pp). Estas alterações incluem medidas diretamente relacionadas com a pandemia que, apesar de transitórias, não são classificadas como temporárias na definição do Eurosistema. O impacto da elasticidade orçamental (associado à progressividade do IRS) e dos fatores residuais foi mais reduzido (0,1 pp).[3]

Gráfico C3.1 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais em 2021 | 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 crescimento da coleta do IVA explica uma parte importante do aumento da receita fiscal estrutural (0,5 pp do PIB potencial). Esta evolução tem subjacente uma diminuição do montante de reembolsos que se reflete num efeito positivo captado na componente residual. Adicionalmente, o consumo privado cresceu acima do que se esperava dadas as suas elasticidades históricas, o que se traduz num efeito de composição também positivo. A descida da taxa de IVA sobre a eletricidade e a redução temporária do IVA sobre álcool-gel e máscaras resultaram numa perda de receita deste imposto. Quanto aos restantes impostos indiretos, observam-se também efeitos de composição positivos que são compensados pela componente residual, resultando na virtual estabilização da receita estrutural em rácio do PIB potencial.

A receita estrutural de contribuições sociais e dos impostos sobre o rendimento das famílias aumentou em 2021 em 0,5 e 0,2 pp do PIB potencial, respetivamente. Este aumento é explicado por efeitos de composição positivos e significativos, justificados pelo crescimento da massa salarial da economia acima do que decorreria das respetivas elasticidades face ao PIB.

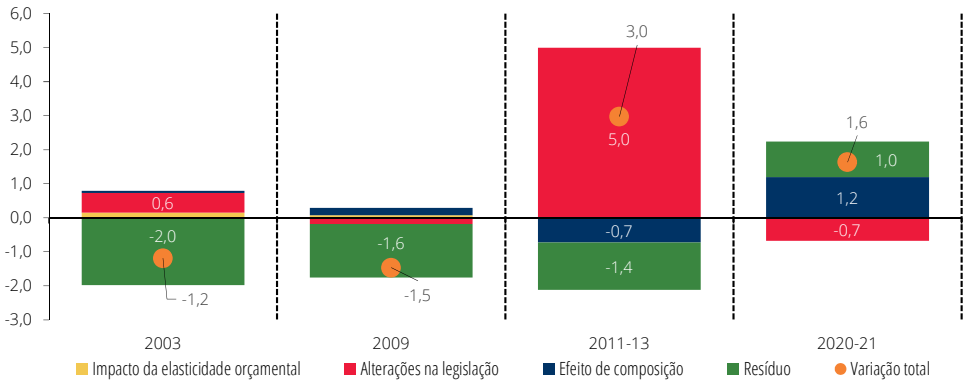
A receita estrutural de impostos sobre o rendimento das empresas reduziu-se em 0,7 pp do PIB potencial, tendo associada uma diminuição de 7,1% na receita efetiva de IRC. Esta diminuição

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*, Volume V, n.º 2, Abril 2019.

contrasta com o aumento de 4,8% da base macroeconómica considerada na metodologia, o que se traduz num efeito de composição negativo. Esta evolução é explicada em larga medida por fatores não individualizados na metodologia, incluindo um aumento dos reembolsos. A magnitude da componente residual pode ainda refletir as dificuldades na identificação de uma base macroeconómica para este imposto a partir dos agregados de Contas Nacionais, em particular pela concentração da coleta num número muito reduzido de empresas[4]. Adicionalmente, subsistem dificuldades na estimação dos efeitos das alterações legislativas, sobretudo os relacionados com a flexibilização dos pagamentos por conta de IRC.

A metodologia do Eurosistema permite compreender os determinantes que explicam o aumento da receita fiscal durante a crise pandémica em contraste com o observado em crises anteriores. Em termos acumulados, em 2020 e 2021 a receita fiscal estrutural aumentou 1,6 pp (Gráfico C3.2). Esta evolução é explicada por efeitos de composição positivos (em 1,2 pp), cujo impacto foi atenuado pela redução da receita decorrente das medidas de natureza fiscal (em -0,7 pp, em especial nos impostos diretos sobre empresas e famílias e no IVA). Os efeitos de composição estão associados à receita de contribuições sociais e impostos sobre o rendimento das famílias e refletem as medidas de apoio que permitiram que a principal base macroeconómica destes agregados – a massa salarial da economia – se mantivesse resiliente durante a pandemia apesar da severidade da recessão. Observa-se também um contributo positivo de fatores captados na componente residual que está concentrado na receita de impostos sobre o rendimento das empresas e reflete as já referidas dificuldades inerentes à decomposição da receita de IRC.

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



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Pelo contrário, durante as recessões mais recentes foram implementados aumentos de impostos muito significativos, com destaque para as alterações em sede de IRS e IVA durante o Programa de Assistência Económica e Financeira. Excluindo o respetivo impacto, observam-se reduções da receita fiscal estrutural em rácio do PIB potencial em 2003, 2009, 2011 e 2012. Nas últimas crises os fatores explicativos da redução da receita fiscal estrutural são captados em larga medida na componente residual, cujo comportamento foi marcadamente pro-cíclico. O contributo dos efeitos de composição foi negligenciável, evidenciando que, na ausência de medidas que mitiguem o impacto dos choques sobre as bases macroeconómicas, estas apresentaram uma evolução compatível com as suas elasticidades médias.

4. Ver Braz, Cabral e Campos (2022), "Uma análise micro da tributação sobre o rendimento das empresas em Portugal", *Revista de Estudos Económicos*, Banco de Portugal, Vol. VIII – n.º 1, Janeiro.

5 Atividade económica

A atividade económica recuperou no ano de 2021. Após a queda de 8,4% em 2020, o PIB cresceu 4,9%, situando-se no último trimestre 1,4% abaixo do valor pré-pandemia (Quadro I.5.1). Quanto aos principais agregados da despesa, o consumo privado e as exportações totais situavam-se próximos do valor do final de 2019, enquanto o consumo público, a FBCF e as importações se situavam acima (Gráfico I.5.1). O perfil intra-anual foi marcado por uma redução da atividade no início do ano – reflexo de uma nova vaga da pandemia e confinamento geral – e por uma forte recuperação nos trimestres seguintes, impulsionada pelo aumento da confiança associado aos progressos na vacinação e não obstante os constrangimentos da oferta. No último trimestre, o ritmo de crescimento reduziu-se, na sequência de uma nova variante do vírus e da adoção de novas medidas de contenção.

O PIB cresceu a um ritmo semelhante ao da área do euro, após uma redução mais acentuada no ano anterior. O impacto mais significativo da pandemia na economia portuguesa reflete, em larga medida, o maior peso das exportações de turismo mais afetadas por esta crise (Gráfico I.5.1). Em contraste, a evolução da FBCF foi mais positiva em Portugal, refletindo a componente de construção e, por setor institucional, o contributo do investimento empresarial e das administrações públicas.

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

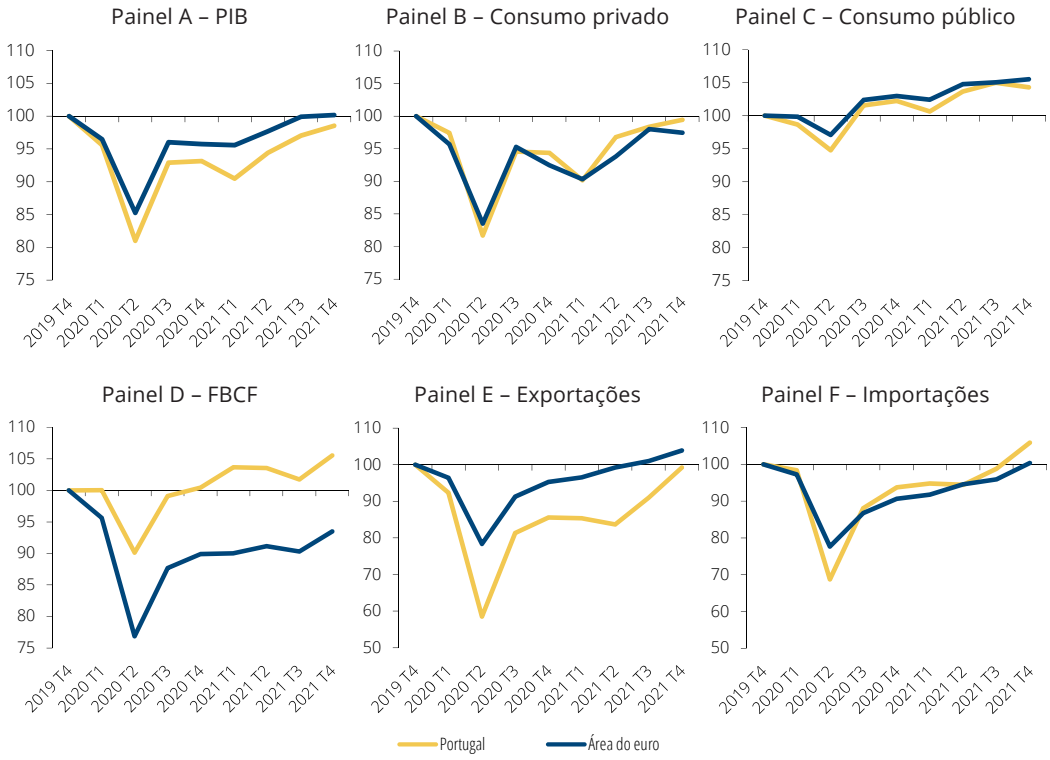
	% PIB em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação cadeia				Por memória: Índice 2019 T4 =100
		2019	2020	2021	2021 T4	2021 T2	2021 T3	2021 T4	2021 T4
PIB	100,0	2,7	-8,4	4,9	-2,9	4,4	2,7	1,7	98,6
Procura interna	99,5	3,1	-5,6	5,0	-2,3	4,9	1,2	1,0	82,0
Consumo privado	64,1	3,3	-7,1	4,5	-4,5	7,4	1,6	1,1	99,5
Consumo público	17,0	2,1	0,4	4,1	-1,6	3,0	1,3	-0,7	104,3
Investimento	18,5	3,3	-5,7	7,5	4,7	-1,4	-0,2	2,5	106,1
FBCF	18,1	5,4	-2,7	6,4	3,2	-0,1	-1,8	3,7	93,5
Variação de existências [a]	0,4	-0,3	-0,6	0,2	0,1	-0,4	0,9	0,1	
Exportações	43,5	4,1	-18,6	13,1	-0,2	-2,0	8,8	9,1	99,3
Importações	43,1	4,9	-12,1	12,9	1,1	-0,4	4,7	7,1	105,9
Contributo da procura interna líquida de importações [b]		2,1	-3,0	2,5	-2,4	4,2	0,5	-0,2	
Contributo das exportações líquidas de importações [b]		0,7	-5,4	2,4	-0,5	0,2	2,2	2,0	
Por memória:									
PIB – Área do euro		1,6	-6,5	5,3	-0,1	2,2	2,3	0,3	100,2

Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Inclui aquisições líquidas de cessões de objetos de valor e está expresso em contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais; (b) Contributos líquidos de importações para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais. Os agregados da procura líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. Para detalhes sobre a metodologia, ver Cardoso e Rua (2021) "O real contributo da procura final para o crescimento do PIB", *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, vol. VII, n.º 2.

O consumo privado cresceu 4,5% em 2021, após a queda de 7,1% em 2020, mantendo diferenças de composição face ao período pré-pandemia. No final do ano, o consumo corrente não alimentar permanecia 2,3% abaixo do valor do quarto trimestre de 2019, tendo crescido 5,6% (após uma redução de 10,4% em 2020). O consumo alimentar aumentou de forma mais moderada em 2021 (1,5%, após 4,8% em 2020). O consumo de bens duradouros cresceu 4,6% e praticamente retomou os valores pré-crise, não obstante a despesa em automóveis se situar ainda cerca de 17% abaixo. Os dados de pagamentos com cartões nacionais confirmam as alterações na composição

da despesa das famílias. No quarto trimestre, a despesa nominal em materiais de construção e bricolage, em material desportivo e recreativo e em equipamento informático e material de escritório situava-se acima dos valores pré-crise (31,4%, 56,8% e 5,7%, respetivamente), enquanto os gastos com cartão em lazer e cultura e em transportes ainda continuavam aquém (-22,8% e -1,5%, respetivamente).

Gráfico I.5.1 • PIB e agregados da despesa – Portugal e área do euro | Índice, 2019 T4 = 100

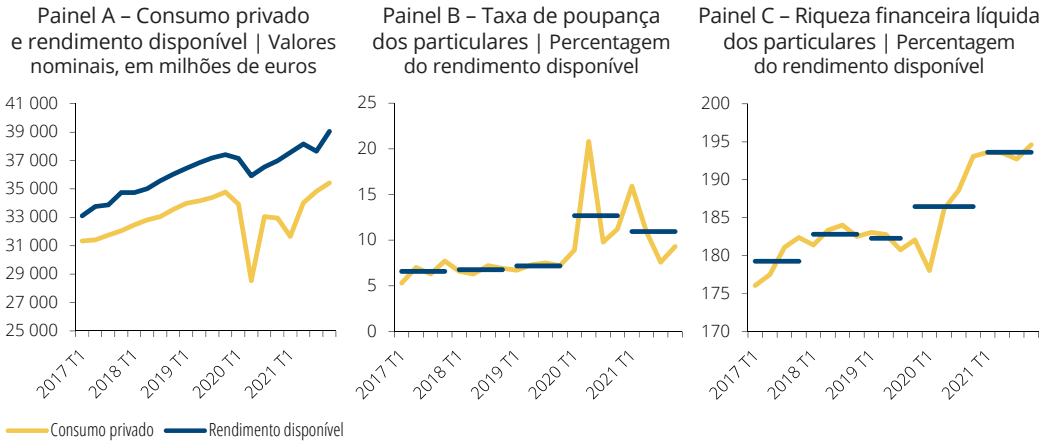


Fontes: Eurostat e INE.

A recuperação do consumo privado foi sustentada pelo aumento do rendimento disponível, observando-se uma redução da taxa de poupança. O rendimento disponível nominal aumentou 4%, após a diminuição de 0,9% no ano anterior (variações reais de 2,7% e -1,6%, respetivamente), refletindo a aceleração da componente de remunerações. O outro rendimento – que engloba o excedente bruto de exploração dos empresários em nome individual e o saldo de rendimentos de propriedade – também aumentou, mas permaneceu muito inferior ao valor de 2019. A taxa de poupança reduziu-se em 2021, mas situou-se ainda acima dos valores do período pré-pandemia (Gráfico I.5.2). Em resultado, a riqueza financeira dos particulares em percentagem do rendimento disponível aumentou mais moderadamente, depois do aumento excecional registado em 2020 associado ao elevado volume de poupança, maioritariamente canalizado para depósitos. Em 2021, os depósitos dos particulares continuaram a crescer significativamente, bem como outras aplicações financeiras, em particular, em fundos de investimento. O aumento da poupança durante a crise pandémica esteve mais concentrado nas famílias de maiores rendimentos.[5] Os dados de compras com cartões apontam para uma forte recuperação da despesa do indivíduos de consumo alto e médio-alto em 2021, que terá determinado a diminuição da taxa de poupança agregada (Gráfico I.5.3).

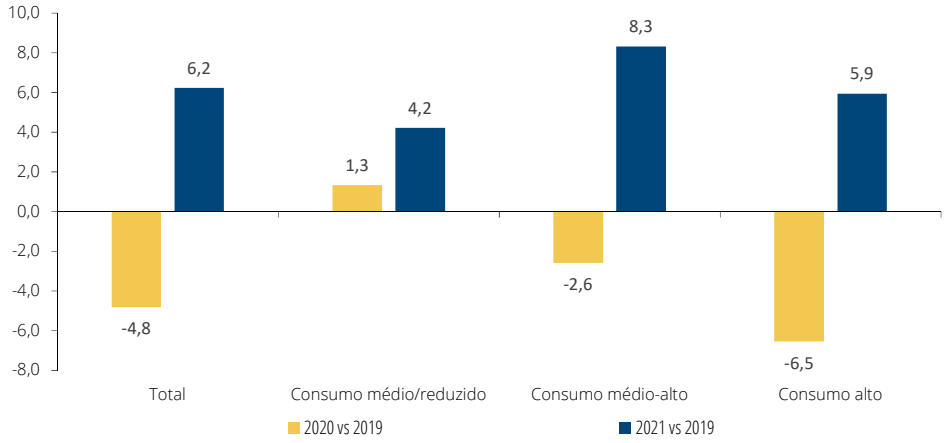
5. Caixa "A poupança das famílias durante a crise pandémica" do *Boletim Económico* de dezembro de 2021.

Gráfico I.5.2 • Consumo privado, rendimento disponível, taxa de poupança e riqueza financeira líquida dos particulares | Valores nominais em milhões de euros e percentagem do rendimento disponível



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: A riqueza financeira líquida ou património líquido dos particulares corresponde à diferença entre o *stock* de ativos financeiros e o *stock* de passivos. As variações da riqueza financeira líquida entre dois períodos refletem as transações (as aplicações em ativos financeiros e a assunção de passivos no período) e as outras variações de volume e de preço dos ativos/passivos. Os traços horizontais nos gráficos correspondem à média anual.

Gráfico I.5.3 • Pagamentos com cartões nacionais por grupo de consumo | Variação face a 2019, em percentagem

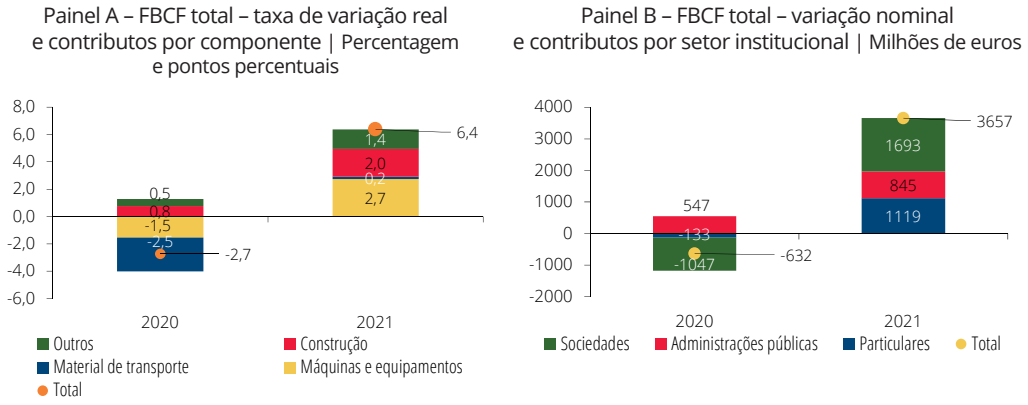


Fonte: SIBS (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Dados nominais. Os dados referem-se às compras na rede física de terminais Multibanco com cartões nacionais. O grupo de consumo alto corresponde ao quarto quartil de despesa média por cartão a nível nacional nos 12 meses anteriores, o grupo de consumo médio-alto corresponde ao terceiro quartil e o grupo de consumo médio/reduzido agrega os 50% de cartões com menor consumo médio. Para mais detalhes, consultar o Tema em destaque "O impacto da pandemia no consumo privado – evidência com base em dados de compras com cartões" do *Boletim Económico* de dezembro de 2020.

Após uma quase estabilização em 2020, o consumo público cresceu 4,1% em termos reais em 2021. Esta evolução reflete uma aceleração do emprego público, sobretudo nas áreas da saúde e da educação. O número de horas trabalhadas nas administrações públicas também aumentou face ao ano anterior, em resultado da normalização do funcionamento dos serviços públicos e de um maior recurso ao trabalho suplementar. Os montantes despendidos com a aquisição de bens e serviços diretamente relacionados com a pandemia, incluindo com o processo de vacinação e testes diagnóstico, foram igualmente mais elevados do que em 2020.

A FBCF apresentou um crescimento elevado em 2021, extensivo a todas as componentes e setores institucionais. Após uma redução de 2,7% em 2020, o investimento aumentou 6,4% em 2021, suportado pela recuperação da procura, pelos fundos europeus e pelas condições favoráveis de financiamento. No segundo e terceiro trimestres, observou-se algum enfraquecimento – em parte, refletindo os constrangimentos no acesso a materiais e o aumento do seu custo – mas que foi revertido no final do ano (Quadro I.5.1). No ano, é de destacar a recuperação da FBCF em máquinas (11,6%, após queda de 6,3%), bem como a manutenção do dinamismo do investimento em produtos de propriedade intelectual (aumento de 2,9% em 2020 e 7,6% em 2021) (Gráfico I.5.4 – Painel A). A FBCF em construção voltou a dar um contributo importante, crescendo 4% (1,6% em 2020), sustentada pelo dinamismo do segmento residencial e das grandes obras de infraestrutura. No quarto trimestre de 2021, apenas a FBCF em material de transporte se situava abaixo dos valores pré-pandemia (cerca de 26%), o que pode ser associado à recuperação incompleta do turismo. As vendas de automóveis para *rent-a-car* recuperaram em 2021, em particular no segundo e terceiro trimestres, mas equivaleram a cerca de metade das vendas observadas em 2019. Por setor institucional, destaca-se a forte recuperação do investimento empresarial e das famílias em 2021, a par da manutenção de um contributo importante do investimento público (Gráfico I.5.4 – Painel B).

Gráfico I.5.4 • FBCF total e contributos por componente e setor institucional



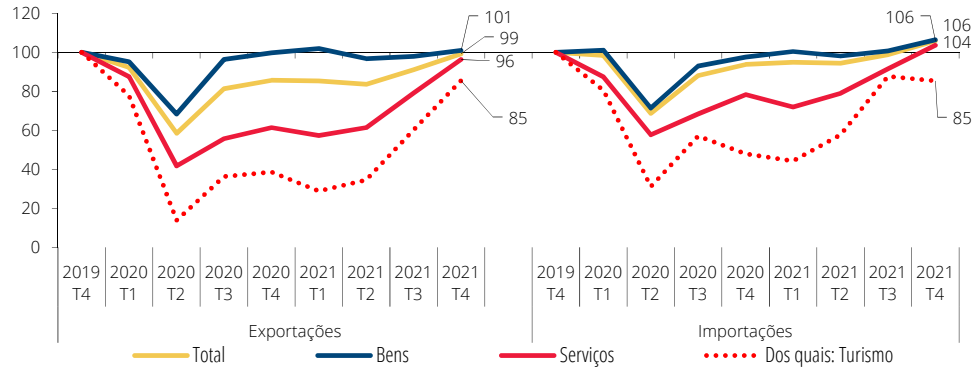
Fonte: INE.

Os fluxos comerciais com o exterior aumentaram em 2021. As exportações e importações totais cresceram 13,1% e 12,9%, respetivamente, em termos reais (Quadro I.5.1). No final do ano, as exportações eram ainda inferiores aos valores pré-crise, muito condicionadas pela componente de turismo, enquanto as importações de bens e de serviços já ultrapassavam esses valores (Gráfico I.5.5). Em 2020-21, a variação real acumulada das importações foi superior à das exportações, o que contribuiu para a deterioração do saldo da balança de bens e serviços. Essa deterioração também refletiu a forte aceleração dos deflatores em 2021, mais expressiva no caso das importações (de -3,4% em 2020 para 7,6% em 2021) do que das exportações (de -2,4% para 6%), refletindo o maior peso dos energéticos no total das importações.

As exportações de bens cresceram 10,6%, em termos reais, acima do indicador de procura externa. O ganho de quota de mercado dos exportadores em 2021, de 0,9%, prolonga a tendência dos últimos anos (Gráfico I.5.6 – Painel A). A evolução intra-anual das exportações foi condicionada pelas perturbações nas cadeias de abastecimento, que implicaram paragens na produção em setores relevantes, como o automóvel. Após uma variação em cadeia de 2,1% no primeiro trimestre, as exportações diminuíram 5,0% no segundo trimestre, recuperando na segunda metade do ano. Em termos nominais, no quarto trimestre de 2021, a maioria dos setores exportadores de

bens tinha recuperado os valores pré-crise de vendas ao exterior – com exceção dos combustíveis e dos automóveis e outro material de transporte – mas esta recuperação incorpora uma aceleração generalizada dos deflatores, particularmente significativa nos bens energéticos e intermédios (Gráfico I.5.7).

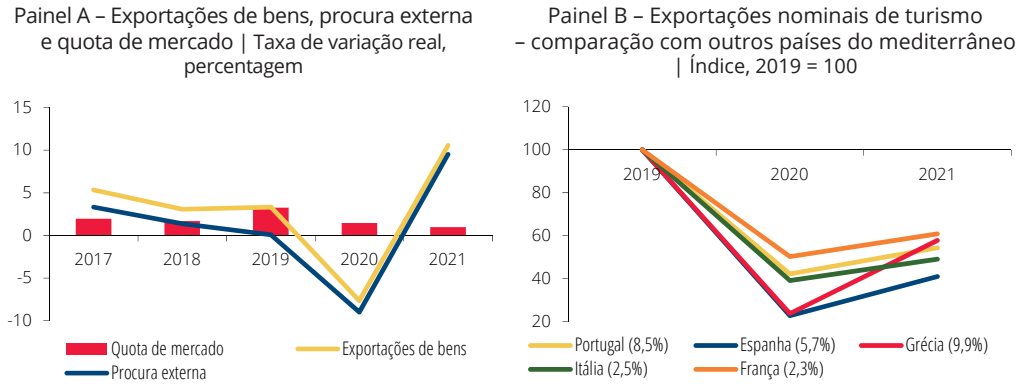
Gráfico I.5.5 • Fluxos comerciais com o exterior, em termos reais | Índice, 2019 T4 = 100



Fonte: INE.

As exportações de serviços cresceram fortemente na segunda metade do ano, mas não retomaram os valores pré-crise. O crescimento anual fixou-se em 19,3%, após uma redução de 37,2% em 2020. No quarto trimestre, estas exportações situavam-se 4% abaixo do valor pré-pandemia, devido à componente de turismo (15% abaixo) (Gráfico I.5.5). Não obstante o choque muito negativo sobre o setor, o comportamento das exportações portuguesas de turismo durante a pandemia compara favoravelmente com o de outros países concorrentes do mediterrâneo (Gráfico I.5.6 – Painel B).

Gráfico I.5.6 • Desempenho relativo das exportações de bens e de serviços

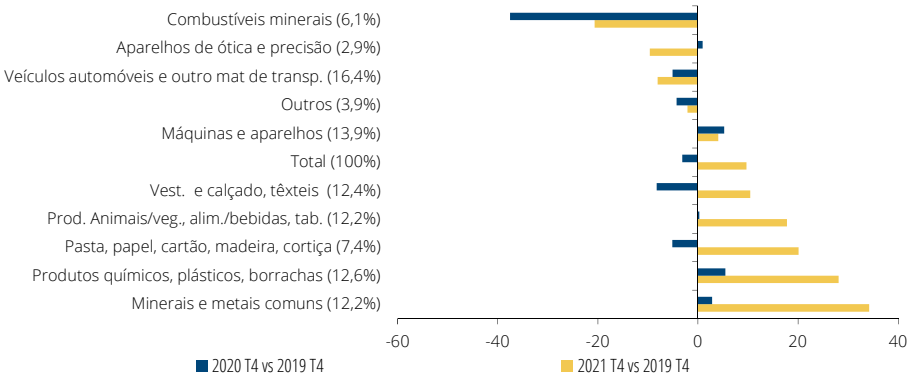


Fontes: CPB (cálculos do Banco de Portugal), Eurostat e INE. | Nota: O indicador de procura externa de bens é obtido como a média ponderada do crescimento em volume das importações de bens de 45 parceiros comerciais, representando cerca de 90% das exportações totais de Portugal (cada parceiro é ponderado de acordo com o seu peso no total das exportações em 2019). No gráfico da direita, as percentagens entre parêntesis correspondem ao peso das exportações nominais de turismo de cada país no PIB respetivo em 2019.

As importações reais aumentaram 11,8% em 2021 no caso dos bens e 18,6% no caso dos serviços. No último trimestre do ano, estas duas componentes situavam-se acima dos valores pré-pandemia (6,3% e 3,6%, respetivamente) (Gráfico I.5.5). A evolução das importações totais

é consistente com a da procura global ponderada pelos conteúdos importados, situando-se a elasticidade em 2021 ligeiramente acima da média histórica, o que é caraterístico de períodos de recuperação económica.

Gráfico I.5.7 • Exportações nominais de bens | Variação face a 2019 T4, em percentagem



Fonte: INE.

O VAB cresceu 4,4% em 2021, observando-se um aumento generalizado da atividade setorial. Os serviços cresceram a um ritmo próximo do da indústria, 4,5% e 4,0%, respetivamente. O perfil do VAB ao longo do ano foi determinado pela volatilidade nos serviços, refletindo o impacto da pandemia nos subsetores do comércio, alojamento e restauração (Quadro I.5.2). A atividade na construção e em alguns setores da indústria foi também condicionada pelos constrangimentos no acesso a matérias-primas e por dificuldades no recrutamento de trabalhadores qualificados.

Quadro I.5.2 • VAB total e subsetores | Taxa de variação em percentagem, salvo indicação em contrário

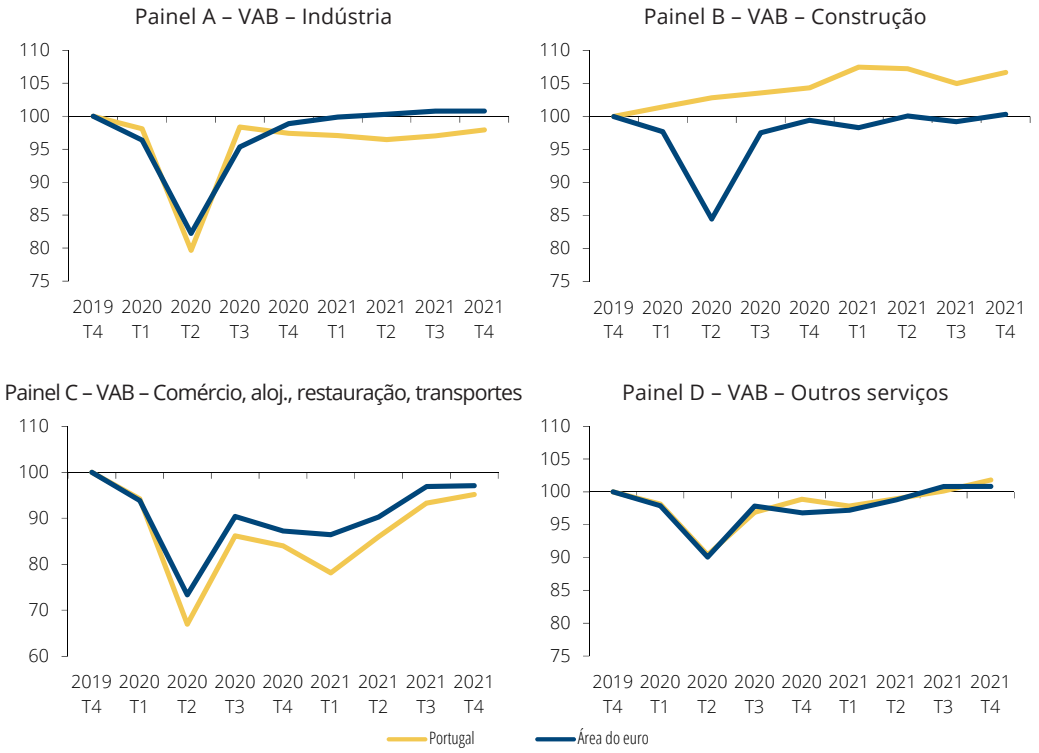
	% VAB em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação em cadeia				Por memória: Índice 2019 T4 =100
		2019	2020	2021	2021 T1	2021 T2	2021 T3	2021 T4	2021 T4
VAB	100,0	2,6	-7,2	4,3	-2,0	2,6	2,5	1,6	99,6
Agricultura, silvicultura e pesca	2,4	3,3	-5,9	6,9	3,1	2,4	1,5	0,8	104,2
Indústria (exceto construção)	17,4	0,5	-7,4	4,1	-0,4	-0,6	0,6	1,2	98,2
Construção	4,4	5,0	3,0	3,8	3,2	-0,2	-2,1	1,8	107,2
Serviços	75,8	3,0	-7,8	4,4	-2,8	3,6	3,2	1,7	99,4
Comércio, alojamento e restauração	19,2	2,7	-16,9	5,2	-8,2	13,1	6,9	0,9	93,7
Transportes e armazenagem	5,1	3,9	-19,5	11,1	-2,7	-0,8	14,9	6,4	101,3
Atividades de informação e comunicação	3,9	10,2	4,1	5,4	0,4	3,4	-3,1	3,1	108,4
Atividades financeiras	4,9	2,1	-1,6	0,6	1,3	1,9	1,8	-4,9	98,3
Atividades imobiliárias e alugueres	12,5	1,1	-1,2	1,9	0,9	0,7	0,5	0,3	101,6
Serviços prestados às empresas	8,3	5,8	-9,7	6,3	-5,9	-2,3	3,0	10,3	100,4
Administração pública, educação e saúde	19,1	2,1	-1,4	4,2	-1,3	2,7	1,8	0,1	103,8
Artes, entretenimento e cultura	2,9	3,1	-15,2	5,0	1,0	-2,3	-0,7	4,8	90,6
Por memória:									
VAB – Área do euro		1,6	-6,5	5,2	0,1	1,9	2,5	0,1	100,0

Fontes: Eurostat e INE.

No final de 2021, a composição da atividade continuava a apresentar diferenças face ao período pré-pandemia. Em particular, o VAB permanecia inferior no comércio, alojamento e restauração (6,3%) – refletindo o comportamento do alojamento e restauração – e nas artes, entretenimento e cultura (9,4%), mas consideravelmente acima nos serviços de comunicação e informação (8,4%) e na construção (6,3%).

No final de 2021, o VAB total tinha recuperado os valores pré-pandemia em Portugal e na área do euro, mas com diferenças de composição. Em Portugal, a recuperação encontrava-se mais atrasada na indústria e no comércio, alojamento, restauração, transportes e armazenagem – sendo o peso deste último setor superior em Portugal (cerca de 25% em 2019, face a 19% na área do euro) – o que foi compensado por um maior dinamismo relativo na construção (Gráfico I.5.8).

Gráfico I.5.8 • VAB nos principais setores – Portugal e área do euro | Índice, 2019 T4 = 100



Fontes: Eurostat e INE.

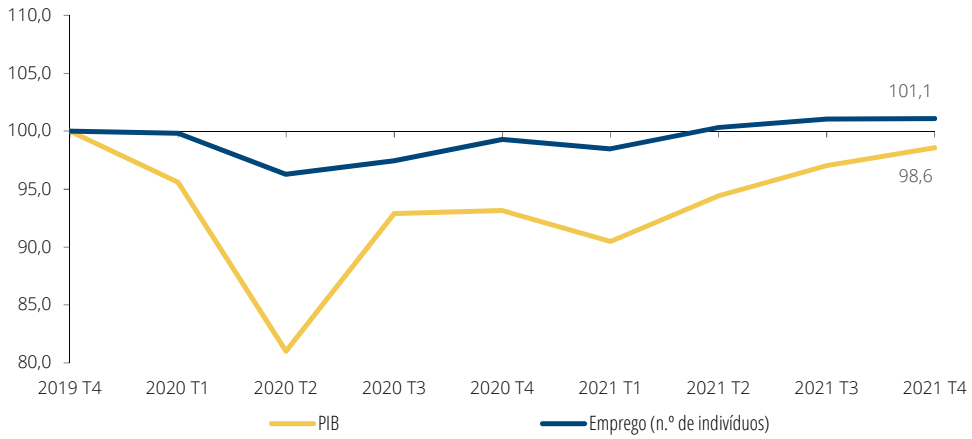
6 Mercado de trabalho

Em 2021, o mercado de trabalho mostrou-se dinâmico, tendo o emprego recuperado os níveis pré-pandémicos no segundo trimestre do ano. Em Contas Nacionais, o número de pessoas empregadas aumentou 2,1% - 1,0 pp acima da área do euro – após ter caído 1,9% em 2020. Face a 2019, o emprego cresceu 1,1%, recuperando o nível pré-pandémico mais rapidamente que na área do euro. No último trimestre do ano o crescimento do emprego desacelerou, acompanhando o abrandamento da atividade económica (Gráfico I.6.1).

A recuperação do emprego foi desigual entre segmentos do mercado de trabalho. O crescimento anual do emprego incidiu principalmente nos trabalhadores por conta própria, nos contratos sem termo

e a tempo completo e nos trabalhadores com mais de 44 anos e mais qualificados (Quadro I.6.1). É de destacar também o decréscimo continuado dos contratos com termo e de prestação de serviços, do emprego dos indivíduos mais jovens e dos trabalhadores menos qualificados.

Gráfico I.6.1 • PIB e emprego | Índice, 2019 T4 = 100



Fonte: INE – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal).

Quadro I.6.1 • Emprego

	Peso no emprego total (%)	Taxa de variação anual (%)			Por memória: Índice 2019 T4=100
	2019	2019	2020	2021	2021 T4
Emprego total	100,0	1,2	-1,9	2,7	101,9
Situação na profissão					
Emprego conta de outrem	85,5	0,7	-1,8	1,4	100,6
Emprego por conta própria	14,1	5,0	-2,3	6,9	105,5
Trabalho familiar	0,4	-13,2	-16,2	178,9	278,4
Por tipo de contrato					
Contrato sem termo	67,7	2,2	1,9	2,4	105,9
Contrato com termo	15,0	-3,6	-17,1	-1,5	80,4
Contrato prestação de serviços	2,7	-11,1	-10,2	-12,1	78,5
Por regime de duração					
Tempo completo	91,5	1,2	-1,5	2,9	102,3
Tempo parcial	8,5	1,9	-7,0	0,8	98,1
Por escalões etários					
Entre 16 e 24 anos	6,4	2,8	-16,0	-2,3	82,8
Entre 25 e 34 anos	19,6	-0,5	-3,8	-1,2	97,0
Entre 35 e 44 anos	27,0	-0,7	-4,0	-0,2	96,7
Entre 45 e 54 anos	26,4	1,5	2,5	3,7	106,4
Mais de 54 anos	20,7	4,6	1,2	10,1	113,2
Por níveis de escolaridade					
Até ao básico – 3.º ciclo	42,0	-4,2	-8,3	-7,0	85,4
Secundário	29,3	5,6	-0,2	4,0	103,7
Superior	28,7	5,4	5,6	13,9	124,2
Por memória					
Emprego (Contas Nacionais)	100,0	0,8	-1,9	2,1	101,1

Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Em 2019, o número de pessoas empregadas era de 4776 milhares de indivíduos, de acordo com o Inquérito ao Emprego, e de 4953 milhares de indivíduos, de acordo com as Contas Nacionais.

O comportamento do emprego foi também diferenciado entre setores de atividade. No final de 2021, o emprego no comércio, transportes, alojamento e restauração ainda não tinha

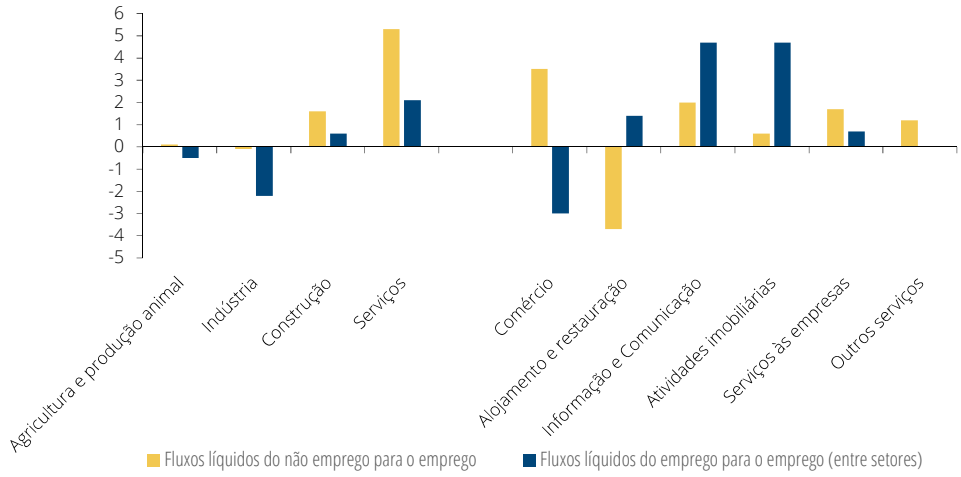
recuperado o nível pré-pandemia, apesar de ter crescido face a 2020 (Quadro I.6.2). Salienta-se o aumento expressivo do número de trabalhadores na construção (5,6%) e nos serviços de informação e comunicação (14,8%), confirmando o dinamismo observado desde 2019. Para este aumento contribuíram os fluxos líquidos positivos do não emprego (desempregados e inativos) para o emprego e os trabalhadores vindos de outros setores (Gráfico I.6.2).

Quadro I.6.2 • Emprego por setor de atividade

	Peso no total da economia (%)	Taxa de variação anual (%)			Por memória: Índice 2019 T4=100
	2019	2019	2020	2021	2021 T4
Total economia	100,0	0,8	-1,9	2,1	101,1
Agricultura, silvicultura e pesca	7,8	-8,2	-0,6	-5,2	93,3
Indústria	16,8	-0,5	-2,2	1,2	101,2
Construção	6,4	4,8	2,2	5,6	110,2
Serviços	69,0	1,9	-2,3	2,8	101,1
Comércio, transportes, alojamento e restauração	26,5	2,6	-4,9	0,3	96,9
Informação e comunicação	2,2	8,0	5,7	14,8	118,0
Atividades financeiras e imobiliárias	2,5	3,5	-1,7	3,4	101,3
Serviços de suporte às empresas	11,8	0,6	-4,6	7,1	104,4
Administração pública, defesa, educação e saúde	20,4	1,2	1,6	2,7	103,8
Artes, entretenimento e cultura	5,5	0,8	-2,5	-0,1	96,5

Fonte: INE – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Em 2019, o número de pessoas empregadas era de 4953 milhares de indivíduos, de acordo com as Contas Nacionais.

Gráfico I.6.2 • Fluxos líquidos do mercado de trabalho em 2021 T4 | Variação face a 2019 T4, em milhares de indivíduos



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

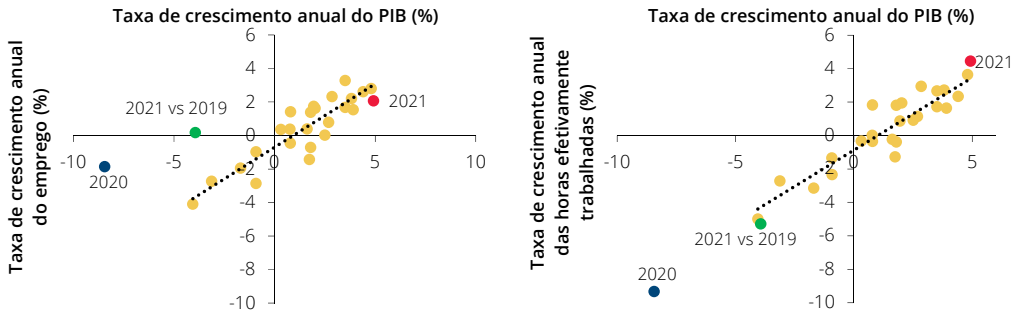
As medidas de apoio às empresas e trabalhadores continuaram a contribuir para a preservação do emprego em 2021. O número médio mensal de beneficiários dos esquemas de *layoff* – apoio à retoma progressiva e *layoff* simplificado – foi de 165 mil, menos 70 mil indivíduos face a 2020. Na sua totalidade, as medidas de apoio às empresas e trabalhadores representaram 1,6% do PIB em 2021 (1,3% em 2020).

Ao contrário do emprego, as horas trabalhadas não tinham recuperado o nível pré-pandémico no final de 2021. Após um acentuado decréscimo de 9,3% em 2020, as horas cresceram 4,5%

em 2021 (Gráfico I.6.3). Este crescimento foi generalizado a todos os setores de atividade, com exceção do setor agrícola. Em 2021, as horas trabalhadas no total da economia ainda se situavam 5,3% abaixo do nível de 2019.

A produtividade aparente do trabalho, medida com base nas horas trabalhadas, não se alterou face a 2020, mas situou-se acima de 2019. A produtividade por hora cresceu 2,3% face a 2019. Esta dinâmica é consistente com o aumento do emprego dos trabalhadores mais qualificados.

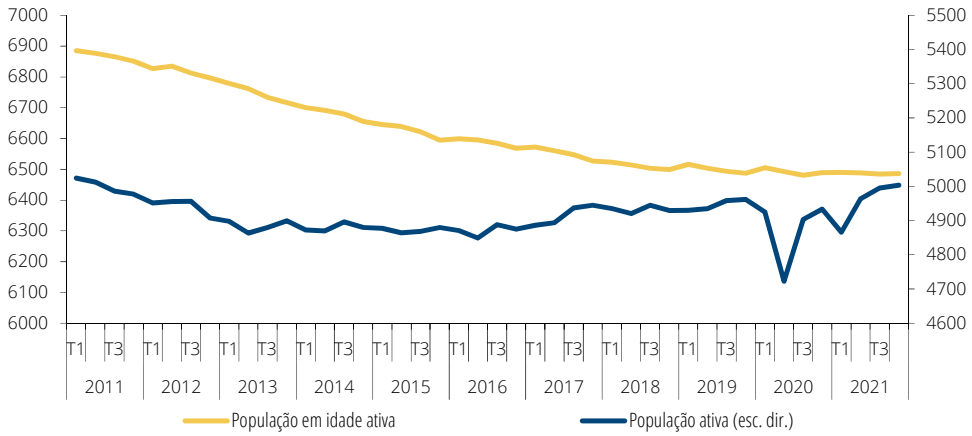
Gráfico I.6.3 • Emprego, horas efetivamente trabalhadas e PIB | Taxa de variação anual e bienal, em percentagem no período 1996-2021



Fontes: INE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As linhas a tracejado correspondem às retas de regressão linear entre as duas variáveis representadas em cada gráfico, excluindo os anos de 2020 e 2021 da amostra. As observações "2021 vs 2019" correspondem a taxas de crescimento bienais.

A população em idade ativa estabilizou em 2021, mas a população ativa aumentou. No grupo etário dos 16 aos 64 anos, este aumento foi de 1,8%, após a queda de 1,5% em 2020 (Gráfico I.6.4). A população inativa reduziu-se em 5,6%, refletindo a acentuada diminuição dos desencorajados em 26,2% (Quadro I.6.3). Esta dinâmica reflete-se numa subida da taxa de atividade, tendência observada desde 2013 que tem subjacente um aumento da participação das mulheres e de indivíduos mais qualificados no mercado de trabalho (Caixa 4).

Gráfico I.6.4 • População ativa e em idade ativa (16-64 anos) | Milhares de indivíduos



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

A taxa de desemprego e a taxa de subutilização diminuíram. Em 2021, a taxa de desemprego situou-se em 6,6%, muito próxima à de 2019 e abaixo do mínimo histórico de 7,0% registado na área

do euro. A redução da taxa de subutilização de 14,1% para 12,5% resultou da diminuição do número de desencorajados, que tinham registado um aumento expressivo no ano anterior (Quadro I.6.3).

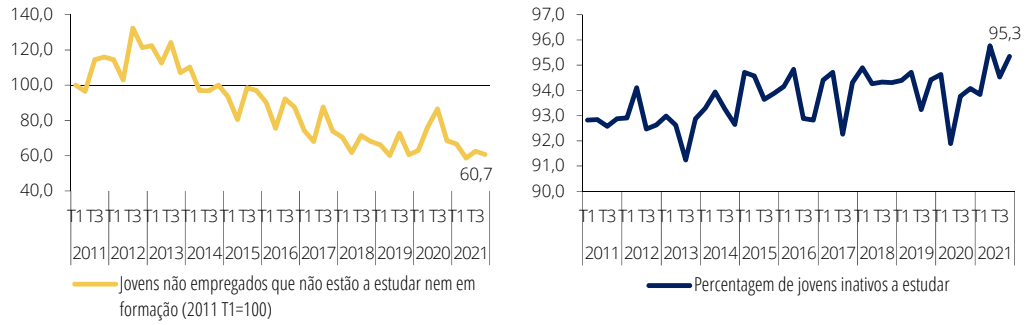
Quadro I.6.3 • Desemprego e subutilização do trabalho | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	Milhares de indivíduos			Percentagem		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Desemprego total	339,5	350,8	338,8	-7,2	3,3	-3,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	–	–	–	6,6	7,0	6,6
Subutilização do trabalho	685,9	747,2	668,3	-7,1	8,9	-10,6
Taxa de subutilização do trabalho (% pop. ativa)	–	–	–	12,9	14,1	12,5
Inativos desencorajados	167,5	226,0	166,7	-9,3	34,9	-26,2
Por memória:						
Desemprego registado nos centros de emprego (IEFP)	310,9	390,7	379,5	-11,4	25,7	-2,9

Fontes: INE – Inquérito ao Emprego e IEFP (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A subutilização do trabalho 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.

A melhoria da situação no mercado de trabalho não se refletiu no grupo etário mais jovem. A taxa de desemprego dos indivíduos entre os 16 e 24 anos manteve-se ainda acima da observada no final de 2019, o que pode decorrer da situação de recuperação incompleta do emprego dos setores mais afetados pela crise pandémica, onde a proporção de emprego jovem é superior. Com a pandemia, observou-se também um aumento significativo do número de inativos jovens a estudar – o que pode resultar num emprego subsequente mais qualificado – e, desde a segunda metade de 2020, uma redução acentuada dos jovens não empregados que não estão a estudar nem em formação para valores historicamente baixos (Gráfico I.6.5). Importa notar que Portugal tem registado um forte aumento das qualificações ao longo das últimas décadas. A Caixa 5 mostra que a transmissão intergeracional da educação, reforçada pela interação com a situação financeira das famílias, tem tido implicações importantes nos percursos educativos.

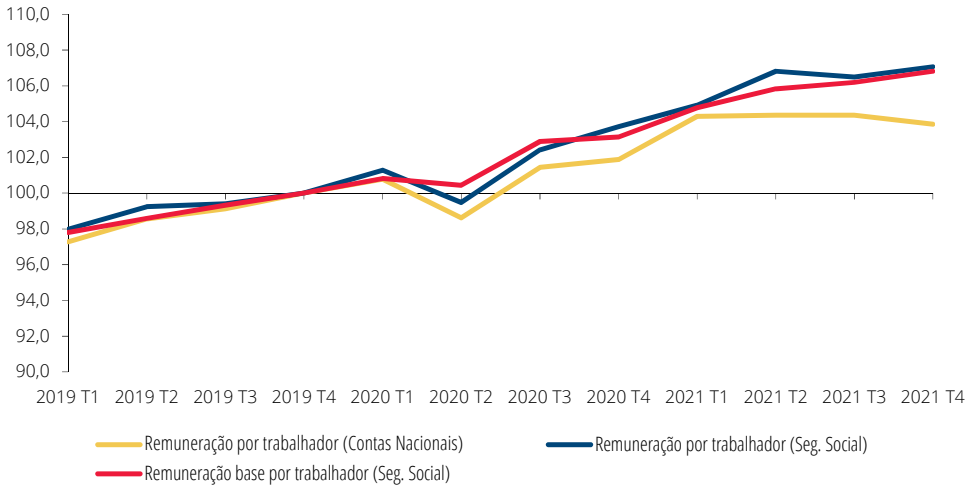
Gráfico I.6.5 • População inativa jovem



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

Em 2021, as remunerações médias por trabalhador aceleraram mas cresceram menos que em 2019. As remunerações médias por trabalhador aumentaram 3,5% (2,0% em 2020), num quadro em que a inflação se situou em 0,9% (Gráfico I.6.6). Este crescimento foi mais moderado que no período pré-pandemia, apesar da taxa de desemprego e da taxa de subutilização serem baixas e de alguns setores de atividade reportarem constrangimentos por escassez de mão-de-obra. Para a evolução anual positiva das remunerações por trabalhador contribuiu o aumento de 4,7% do salário mínimo de 635 para 665 euros, que abrange cerca de um quarto dos trabalhadores (24,6% em junho de 2021), bem como a reposição de salários associada à descontinuação dos esquemas de *layoff*. A variação salarial positiva foi generalizada a todos os setores de atividade, com exceção das atividades financeiras e de seguros. Os setores da agricultura e, dentro dos serviços, o das atividades imobiliárias foram aqueles que registaram um maior crescimento das remunerações médias em 2021: 5,6% e 5,4% respetivamente.

Gráfico I.6.6 • Remunerações por trabalhador | Índice, 2019 T4 = 100



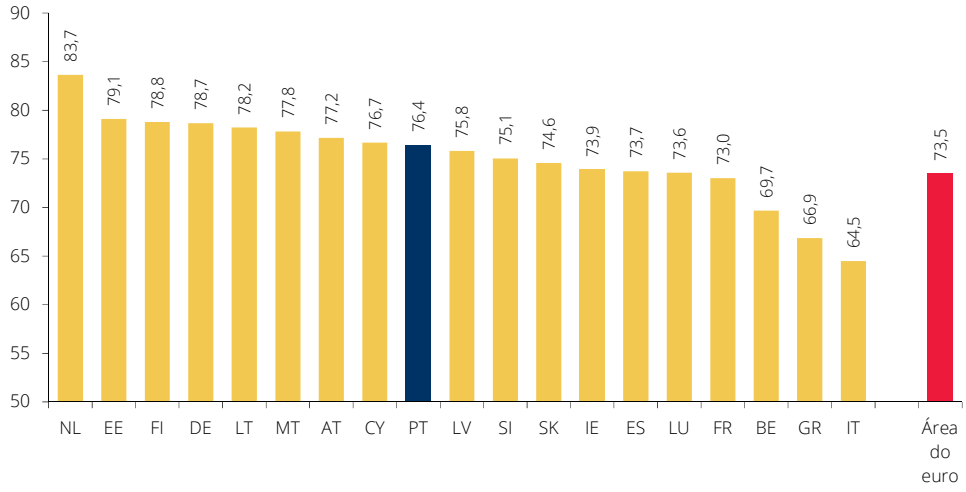
Fontes: INE (Contas Nacionais) e MTSS (Segurança Social).

Caixa 4 • A evolução recente da taxa de atividade em Portugal: decomposição por género, escolaridade e efeito demográfico

A tendência crescente da taxa de atividade é um dos factos assinaláveis da evolução do mercado de trabalho em Portugal nos últimos anos, à semelhança do que se observa na área do euro. Este perfil ascendente observa-se desde 2013, tendo sido apenas interrompido durante a fase inicial da crise pandémica. Depois da queda verificada em 2020, a taxa de atividade para a população total retomou a tendência crescente na segunda metade de 2021, superando mesmo o ritmo de recuperação da atividade económica – atingindo o valor mais elevado desde 2011.[6]

Entre 2011 e 2021, a taxa de atividade, medida como o rácio entre a população ativa com idades entre os 16 e os 64 anos, e a população neste grupo etário, aumentou 3,6 pp, situando-se em 76,4% em 2021 – a nona taxa de atividade mais elevada entre os países da área do euro (Gráfico C4.1). O número de horas trabalhadas por trabalhador em Portugal encontra-se também acima da média da área do euro. Esta evolução ocorre num contexto em que, após vários anos de diminuição, se verifica uma relativa estabilização da população residente e da população em idade ativa nos últimos dois anos.

Gráfico C4.1 • Taxa de atividade nos países da área do euro em 2021 no escalão etário dos 15 aos 64 anos | Em percentagem da população com idade entre os 15 e os 64 anos



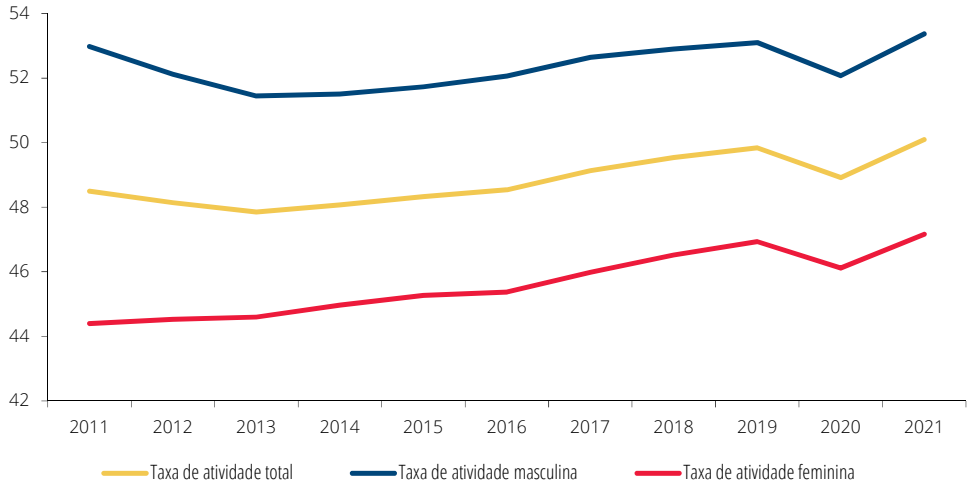
Fonte: Eurostat. | Nota: Devido à ausência de informação para o quarto trimestre de 2021, as taxas de atividade apresentadas correspondem à média dos três primeiros trimestres do ano no caso da Grécia, Irlanda, Luxemburgo e para o conjunto da área do euro.

O aumento da taxa de atividade desde 2013 reflete o habitual comportamento pro-cíclico desta variável, num cenário de recuperação da atividade económica. No entanto, há efeitos de natureza estrutural. Destaca-se, o aumento da participação feminina no mercado de trabalho (Gráfico C4.2) e o peso crescente de escolaridades mais elevadas com maiores custos de oportunidade de inatividade (Gráfico C4.3 – Painel A). Em 2021, os indivíduos com ensino superior representavam 33,8% da população ativa (19,1% em 2011), um valor que compara com 35,6% no ensino básico ou inferior (59,9% em 2011). Em sentido contrário, o envelhecimento da população reduz a taxa

6. Em 2021, o Instituto Nacional de Estatística (INE) iniciou uma nova série de dados do Inquérito ao Emprego, que inclui, entre outras alterações, a de deixar de considerar como empregadas as pessoas ocupadas em atividades de agricultura e pesca para autoconsumo. Com esta alteração, o INE divulgou as séries corrigidas pela nova alteração a partir de 2011. Neste contexto, não é possível comparar a taxa de atividade atual com a das séries anteriores a 2011.

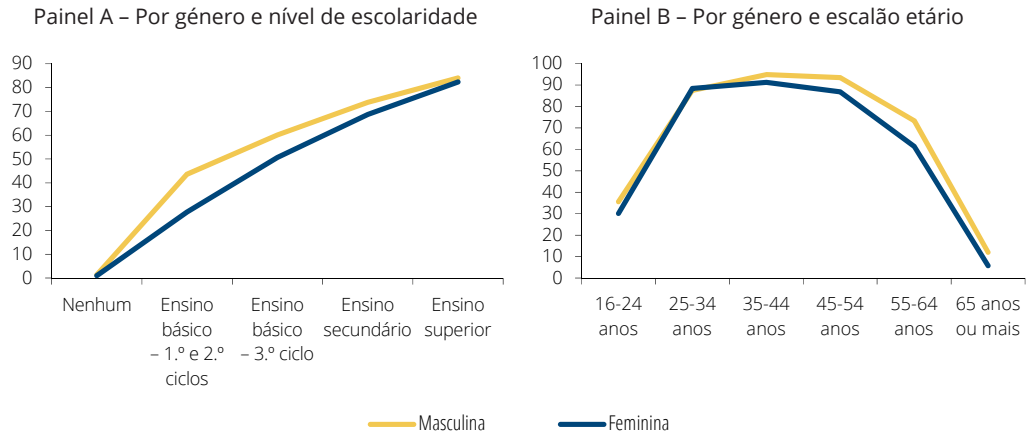
de atividade (Gráfico C4.3 – Painel B). Em 2021, o escalão etário entre os 55 e os 64 anos representava 18,6% da população ativa (12,1% em 2011), o que compara com 6,3% no escalão dos 16 aos 24 anos (8,5% em 2011).

Gráfico C4.2 • Evolução da taxa de atividade total e por género | Em percentagem da população total e por género



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A taxa de atividade resulta da divisão da população ativa (16-89 anos) pela população total.

Gráfico C4.3 • Taxa de atividade em 2021 | Em percentagem da população por género em cada nível de escolaridade ou escalão etário, respetivamente

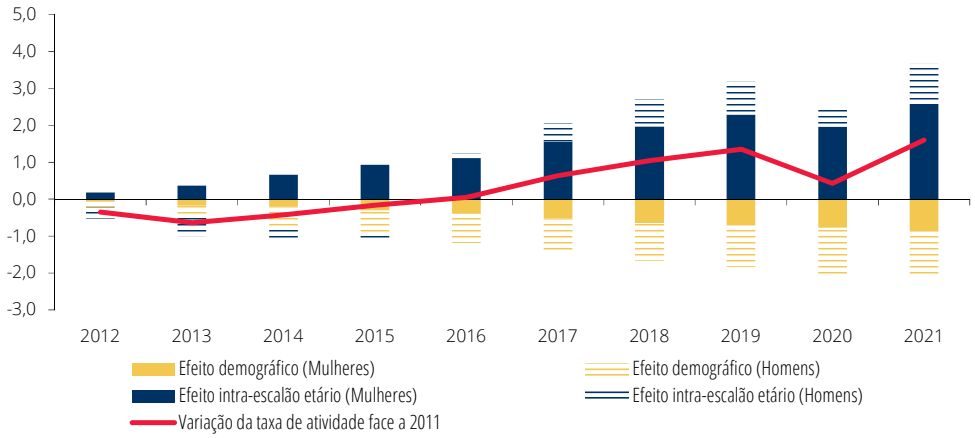


Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A taxa de atividade resulta da divisão da população ativa (16-89 anos) pela população total.

A variação da taxa de atividade pode ser decomposta entre o efeito que resulta da alteração do peso relativo de cada escalão etário na população (efeito demográfico) e o que decorre da dinâmica da população ativa dentro de cada escalão etário (efeito intra-escalão etário). O aumento da taxa de atividade desde 2013 reflete um efeito intra-escalão etário positivo, mais significativo no caso das mulheres em resultado da sua crescente participação no mercado de trabalho (Gráfico C4.4). Este efeito é também influenciado pela posição cíclica da economia. O aumento da taxa de atividade foi

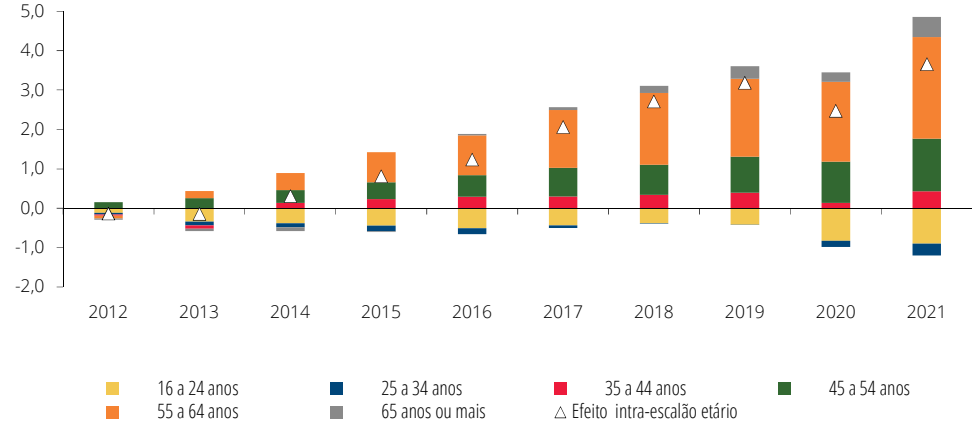
transversal aos vários escalões etários, com exceção dos escalões abaixo dos 35 anos, refletindo o prolongamento do tempo de escolaridade da população mais jovem, incluindo o efeito do aumento da escolaridade obrigatória, e a consequente entrada mais tardia no mercado de trabalho (Gráfico C4.5). Nos escalões etários mais elevados, o aumento da taxa de atividade reflete o prolongamento da vida ativa, assim como possíveis efeitos de composição associados ao aumento significativo do nível da escolaridade.[7]

Gráfico C4.4 • Decomposição da variação da taxa de atividade total por escalão etário e género entre efeito demográfico e efeito intra-escalão etário | Contributo acumulado desde 2011 em pontos percentuais



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A decomposição apresentada é realizada tendo em conta a taxa de atividade total, ou seja, a que resulta da divisão da população ativa total (16-89 anos) pela população total.

Gráfico C4.5 • Decomposição do efeito intra-escalão etário | Contributo acumulado desde 2011 em pontos percentuais



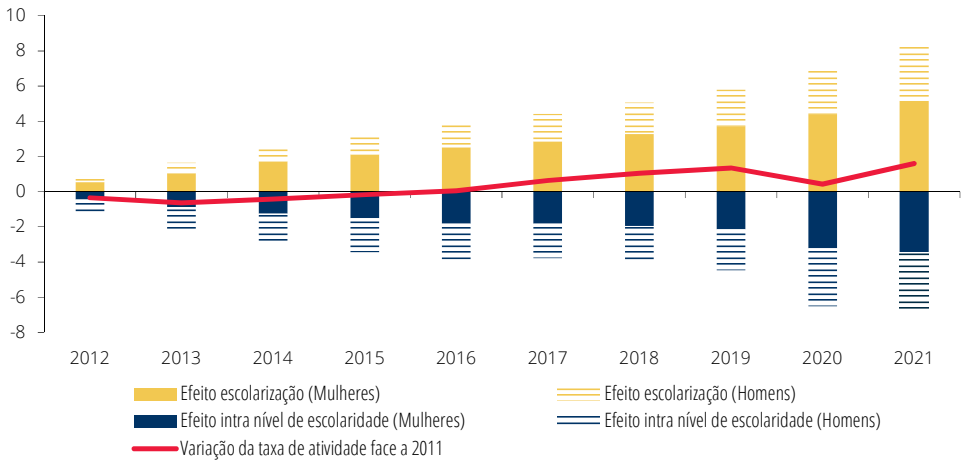
Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

7. Para mais detalhes, consultar o Tema em destaque "As alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal" do *Boletim Económico* de junho de 2019.

O impacto positivo do aumento das taxas de atividade na generalidade dos escalões etários foi parcialmente compensado pelo envelhecimento populacional, que tem associado taxas de atividade mais baixas. Esta evolução é mais notória nos homens.

A variação da taxa de atividade pode igualmente ser decomposta entre o efeito que decorre do aumento do peso relativo da escolaridade mais elevada (efeito escolarização) e o que resulta da alteração da taxa de atividade por escolaridade (efeito intra nível de escolaridade). O Gráfico C4.6 mostra que para o aumento da taxa de atividade tem contribuído o maior peso na população dos indivíduos com maior escolaridade, que têm tipicamente taxas de atividade mais altas. Este contributo é notório na população feminina. Em 2021, a percentagem de mulheres com ensino superior na população ativa situava-se em 20,6% (11,3% em 2011), um valor que compara com 13,3 % no caso dos homens (7,8% em 2011). Por seu turno, o efeito intra nível de escolaridade é negativo, sendo a redução da taxa de atividade significativa nos indivíduos com ensino básico ou inferior (30,7% em 2021 que compara com 38,8% em 2011).

Gráfico C4.6 • Decomposição da variação da taxa de atividade total por nível de escolaridade e género entre efeito escolarização e efeito intra nível de escolaridade | Contributo acumulado desde 2011 em pontos percentuais



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A decomposição apresentada é realizada tendo em conta a taxa de atividade total, ou seja, a que resulta da divisão da população ativa total (16-89 anos) pela população total.

Caixa 5 • A transmissão intergeracional da educação em Portugal

Ao longo das últimas décadas, Portugal registou uma transição educacional acentuada, com um forte aumento das qualificações. Em 2020, 79% dos indivíduos com 25 a 34 anos tinham completado pelo menos o ensino secundário, o que contrasta com apenas 35,1% na geração com idades entre 55 e 64 anos (84,1% e 68,4%, respetivamente, na área do euro). Cerca de 42% dos indivíduos entre 25 e 34 anos tinham um grau de qualificação superior, o que compara com 16,9% nos indivíduos entre 55 e 64 anos (41,5% e 25% na área do euro).

Existem benefícios em que esta transição educacional seja tão intensa quanto possível. Uma questão importante é saber até que ponto as qualificações dos pais condicionam a obtenção de qualificações pelos seus descendentes, ou seja, em que grau existiu uma transmissão intergeracional da educação. A literatura confirma que uma excessiva persistência intergeracional é uma barreira ao aproveitamento pleno das capacidades das novas gerações (Black e Devereux, 2011[8]).

No módulo *ad hoc* do Inquérito às Condições de Vida e Rendimento (ICOR) de 2019, integrado no *EU Statistics on Income and Living Conditions (EU-SILC)* do Eurostat (INE, 2019, e Eurostat, 2021[9]), cada membro dos agregados familiares com 25 a 59 anos foi inquirido sobre as suas circunstâncias familiares quando tinha 14 anos. Na amostra portuguesa, cerca de 15 000 indivíduos foram inquiridos, sendo os resultados extrapolados para a população através de ponderadores individuais.

O Quadro C5.1 apresenta a matriz de transição entre a educação dos pais e dos filhos – até ao 9º ano, secundário e superior – em Portugal. O grau de educação dos pais é o grau académico mais elevado do pai ou da mãe. O painel A apresenta a matriz de transição de educação simples e, no painel B, a mesma evidência é recalculada em função do grau de educação dos pais. Os dados confirmam a forte transição educativa em Portugal. O papel da educação dos pais na obtenção de graus de qualificação superiores também surge evidente. A grande maioria dos indivíduos cujos pais tinham o ensino superior também completaram o ensino superior (73,2%). Esta percentagem é maior nas mulheres (80,5%). No caso dos pais com um máximo de educação até ao 9.º ano, uma percentagem significativa dos filhos também não ultrapassou o 9.º ano (55,9%). Esta percentagem é maior no caso dos homens (61,2%).

A evidência de transmissão intergeracional persiste nas gerações mais novas, embora em menor medida. Nos indivíduos com idade entre 25 e 34 anos e em que os pais atingiram no máximo o 9.º ano, 39% também não conseguiram superar essa escolaridade. Por seu turno, cerca de 75% daqueles cujos pais alcançaram o ensino superior também atingiram esse nível de escolaridade. Nos indivíduos com idade entre 45 e 59 anos, aquelas percentagens ascendiam a 67% e 70% respetivamente.

De modo a estabelecer uma referência comparativa, o Gráfico C5.1 apresenta a percentagem de indivíduos que completaram o ensino superior, em função da educação dos pais, para um subconjunto de países da área do euro. Em todos os países existe uma relação positiva entre a educação dos pais e dos filhos. Em Portugal, a percentagem de filhos de pais com ensino superior que também obteve essa qualificação é relativamente elevada no subconjunto de países analisados. O mesmo se passa no caso em que os pais completaram o ensino secundário. Em contraste, menos de 20% dos filhos de pais com ensino até ao 9.º ano obteve uma educação superior. Esta é uma das percentagens mais baixas de entre os países analisados.

8. Black, S e P. Devereux (2011), "Recent Developments in Intergenerational Mobility", in *Handbook of Labor Economics*, Orley Ashenfelter e David Card (eds.), North Holland Press, Elsevier.
9. INE (2019), "Rendimento e Condições de Vida 2019 (Dados provisórios)", disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=354099170&DESTAQUESmodo=2; Eurostat (2021), Intergenerational transmission of disadvantages, Statistics Explained article, disponível em https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Intergenerational_transmission_of_disadvantages_-_statistics.

Quadro C5.1 • Matrizes de transição de educação entre pais e filhos | Em percentagem

Painel A – Matriz de transição simples

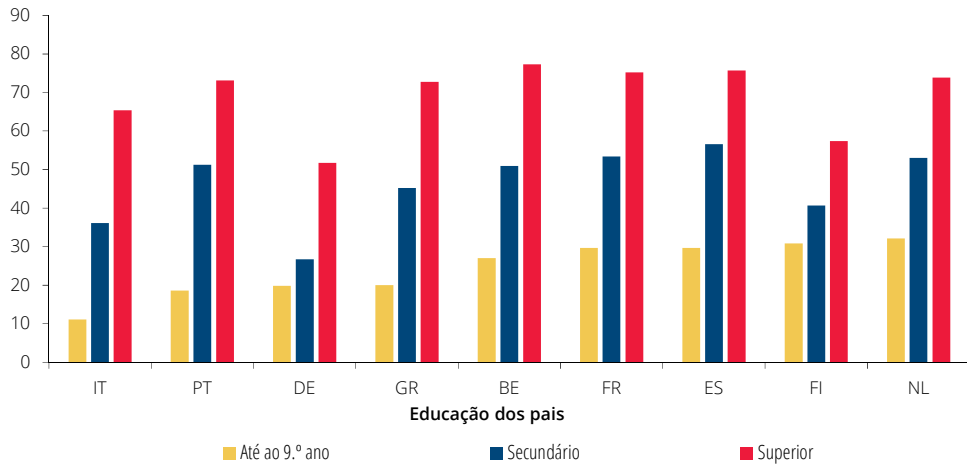
		Educação dos pais			
		Até ao 9.º	Secundário	Superior	Total
Educação do indivíduo	Até ao 9.º	46,8	0,8	0,6	48,3
	Secundário	21,4	2,9	1,7	26,0
	Superior	15,6	3,9	6,2	25,8
	Total	83,8	7,7	8,5	100,0

Painel B – Matriz de transição em função da educação dos pais

		Educação dos pais		
		Até ao 9.º	Secundário	Superior
Educação do indivíduo	Até ao 9.º	55,9	10,8	7,1
	Secundário	25,5	38,1	19,8
	Superior	18,6	51,2	73,2
	Total	100,0	100,0	100,0

Fonte: EU-SILC 2019 (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C5.1 • Indivíduos que completaram o ensino superior, em função da educação dos pais | Em percentagem



Fonte: EU-SILC 2019 (cálculos do Banco de Portugal).

Um dos fatores que medeia a transmissão intergeracional da educação é a capacidade das famílias financiarem os estudos dos jovens. O módulo *ad hoc* sobre transmissão intergeracional inclui uma questão sobre a situação financeira da família quando o respondente tinha 14 anos. A resposta tem uma escala entre 1 (muito má) e 6 (muito boa), o que permite dividir os indivíduos em dois grupos: aqueles com uma situação financeira má (resposta entre 1 e 3) e aqueles com uma situação financeira boa (resposta entre 4 e 6). Sem surpresa, existe uma associação positiva entre a educação dos pais e a situação financeira quando os respondentes eram jovens. Das famílias em que os pais tinham educação até ao 9º ano, cerca de 36% dos respondentes reportaram terem vivido numa situação financeira má. Das famílias em que os pais tinham educação superior, apenas 6% dos respondentes reportaram uma situação financeira má.

No Quadro C5.2 apresenta-se a percentagem de indivíduos que conseguiram atingir uma educação superior, em função da educação dos pais e da situação financeira reportada à data em que tinham 14 anos. A situação financeira condiciona a progressão nos percursos escolares em todos os países. A percentagem de indivíduos que consegue completar o ensino superior é sempre maior quando a situação financeira era boa do que quando era má, para cada nível de educação dos pais. Portugal é um dos países em que o impacto da situação financeira sobre os percursos escolares é mais acentuado. Em concreto, no caso português, quando se tomam os indivíduos cujos pais tinham até ao 9.º ano, apenas 10% alcançaram o ensino superior quando a situação financeira era má, o que compara com 27% quando a situação financeira era boa. O papel da situação financeira não aparenta ser tão determinante nos escalões superiores de escolaridade dos pais.

Quadro C5.2 • Indivíduos com educação superior, por grau de educação dos pais e situação financeira quando o respondente tinha 14 anos | Em percentagem

	Educação dos pais					
	Até ao 9.º		Secundário		Superior	
	Situação financeira					
	Má	Boa	Má	Boa	Má	Boa
Itália	6,7	17,3	19,9	37,4	41,5	66,2
Portugal	10,5	27,0	36,3	52,5	60,8	73,9
Espanha	20,2	40,6	41,2	59,0	59,0	77,0
Grécia	15,5	27,4	29,2	47,2	67,7	73,1
Bélgica	23,4	36,8	39,9	52,6	63,7	78,3
Alemanha	16,2	24,2	25,9	27,3	52,7	51,8
Países Baixos	29,6	42,5	32,8	54,9	62,5	74,5
França	29,0	38,6	47,1	53,2	73,2	75,5
Finlândia	28,6	35,9	36,5	41,3	40,9	58,6

Fonte: EU-SILC 2019 (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Países ordenados por ordem decrescente do impacto da situação financeira quando a escolaridade máxima dos pais é o 9.º ano (calculada como o rácio entre a percentagem de indivíduos com o ensino superior quando a educação dos pais é baixa e a situação financeira é boa e a percentagem de indivíduos com o ensino superior quando a educação dos pais é baixa e a situação financeira é má).

A transmissão intergeracional da educação, reforçada pela interação com a situação financeira das famílias, tem implicações importantes nos percursos educativos, na inclusão social e no potencial de crescimento económico. Tal como reportado em Eurostat (2021), a taxa de risco de pobreza nos adultos cujos pais alcançaram uma educação até ao 9.º ano ascendia a 17,1% em Portugal, o que contrasta com 6,8% nos adultos cujos pais tinham uma educação superior. Esta evidência reforça a importância de compreender os mecanismos de transmissão intergeracional da educação, de modo a desenhar políticas públicas que potenciem as oportunidades para todos.

7 Preços

A taxa de inflação, medida pelo IHPC, situou-se em 0,9% em 2021, aumentando 1,0 pp face a 2020. Este aumento refletiu essencialmente o contributo dos bens energéticos, em linha com a subida acentuada do preço do petróleo e gás nos mercados internacionais (Quadro I.7.1). Em termos médios anuais, também se observou uma subida dos preços dos bens industriais não energéticos, após vários anos de diminuições, enquanto os preços dos serviços apresentaram uma variação nula.

A inflação apresentou um perfil intra-anual marcado, subindo de valores em torno de 0% nos meses iniciais de 2021 para 2,8% em dezembro. Esta aceleração verificou-se em todos os principais agregados, destacando-se o contributo dos bens energéticos e dos serviços (Gráfico I.7.1).

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

	Pesos	Taxa de variação anual			Taxas de variação homóloga			
	2021	2019	2020	2021	2021 T1	2021 T2	2021 T3	2021 T4
Total	100,0	0,3	-0,1	0,9	0,2	-0,1	1,2	2,4
Bens	60,2	-0,3	-0,6	1,7	0,4	1,8	2,0	2,7
Alimentares	26,2	0,6	1,8	0,8	0,8	0,0	0,7	1,5
Não transformados	7,4	0,2	5,0	1,1	2,4	0,7	0,5	0,9
Transformados	18,8	0,7	0,6	0,6	0,2	-0,2	0,8	1,7
Industriais	34,0	-0,9	-2,2	2,4	0,0	3,0	2,9	3,6
Não energéticos	26,1	-0,6	-1,3	0,8	0,4	1,3	0,7	0,8
Energéticos	7,9	-1,7	-5,2	7,5	-1,8	9,4	9,8	13,2
Serviços	39,8	1,1	0,4	0,0	0,0	-2,4	0,4	2,0
Total excluindo energéticos	92,1	0,5	0,3	0,4	0,3	-0,8	0,5	1,5
Total excluindo alimentares e energéticos	65,9	0,4	-0,2	0,2	0,1	-1,1	0,4	1,5
Total excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo	63,8	0,5	0,2	1,1	0,7	1,4	1,1	1,3
Total excluindo preços administrados	87,3	0,3	-0,1	1,0	0,1	-0,3	1,3	2,7
Por memória								
IPC	-	0,3	0,0	1,3	0,4	0,8	1,5	2,4
IHPC – Área do euro	-	1,2	0,3	2,6	1,1	1,8	2,8	4,6

Fontes: Eurostat e INE.

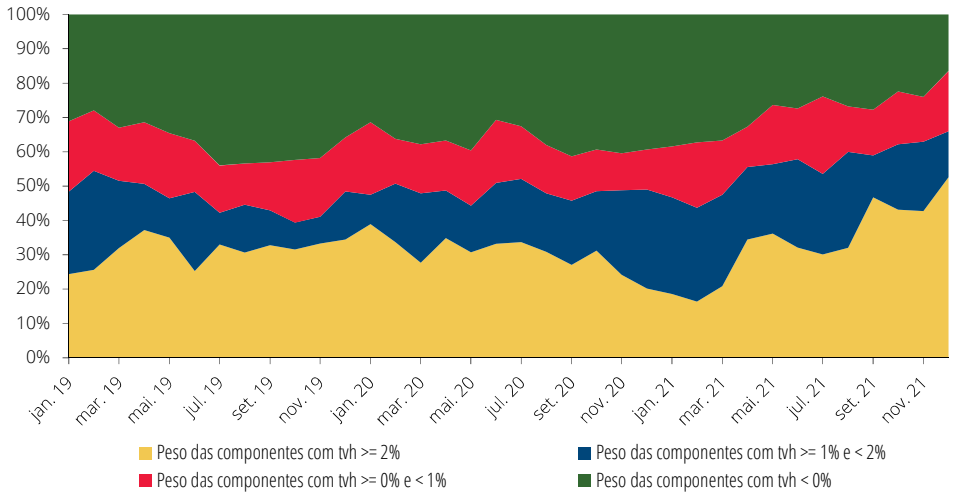
O maior crescimento dos preços no consumidor tornou-se mais generalizado ao longo de 2021. Os itens com taxas de variação homóloga acima de 2% ganharam peso, representando 52,6% no final de 2021 (20,2% no final de 2020) (Gráfico I.7.2). As variações de preço superiores a 4% representavam 27,4% do cabaz do IHPC no final de 2021. A evolução das medidas de inflação subjacente confirma que o aumento da inflação não se cingiu aos itens habitualmente mais voláteis e que a subida se poderá prolongar (Caixa 6).

As pressões externas sobre os preços dos bens aumentaram ao longo de 2021. Estas pressões refletiram a subida forte e generalizada dos preços da energia e das matérias-primas internacionais – com destaque para o petróleo e o gás natural – e o impacto das disrupções nas cadeias de distribuição global sobre os preços de diversos bens e os custos de transporte. Em consequência, a taxa de variação homóloga do deflator das importações portuguesas de bens aumentou de -4,4% para 15,5% entre o quarto trimestre de 2020 e o quarto trimestre de 2021 (de -1,1% para 9,8% excluindo combustíveis) (Gráfico I.7.3 - Painel A). Esta evolução teve reflexo nos preços na produção industrial, que aumentaram de forma generalizada, salientando-se a subida nos bens energéticos e intermédios. A transmissão aos preços nos consumidores foi visível na componente energética, mas também nos preços dos bens industriais não energéticos (Caixa 7).

Gráfico I.7.1 • IHPC – taxa de variação homóloga e contributos dos principais agregados | Percentagem e pontos percentuais

Fonte: INE.

Gráfico I.7.2 • Distribuição da taxa de variação homóloga dos itens do IHPC | Percentagem

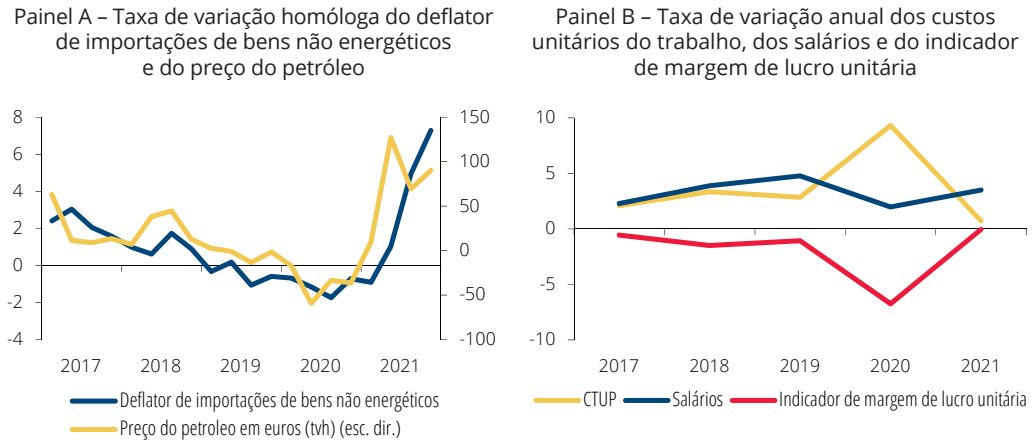


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

A reabertura gradual dos setores relacionados com o turismo na segunda metade do ano contribuiu para o aumento dos preços dos serviços. Os preços dos serviços, após um contributo negativo para a inflação total na primeira metade do ano, aumentaram ao longo do semestre seguinte. Esta evolução reflete, em larga medida, o comportamento dos itens do IHPC relacionados com o turismo. A redução significativa desta procura com a pandemia induziu uma pressão

descendente sobre os preços destes serviços em 2020, acentuada na primeira metade de 2021 pelo efeito da imputação de preços no período homólogo. Ao longo do segundo semestre, a recuperação do turismo internacional suportou uma normalização dos preços no setor.

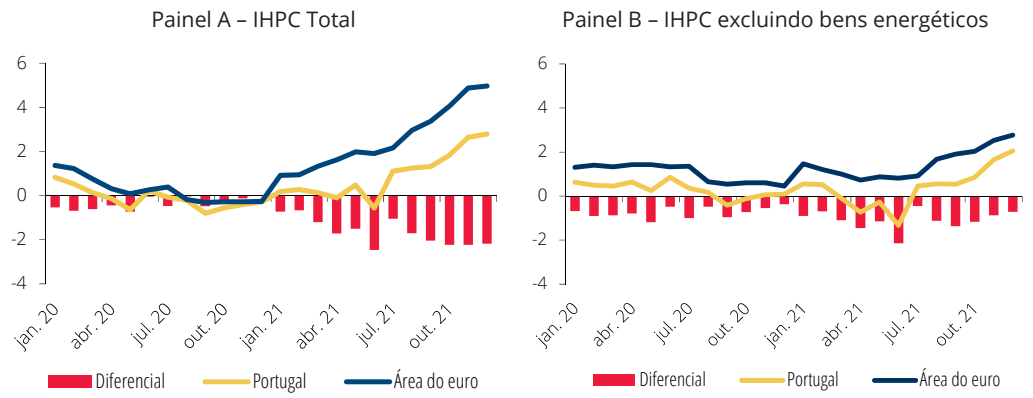
Gráfico I.7.3 • Pressões externas e internas sobre os preços | Taxa de variação em percentagem



Fontes: BCE e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: o indicador de margem de lucro unitária é obtido através do rácio do deflator do PIB sobre os CTUP.

As pressões internas sobre os preços mantiveram-se contidas. As remunerações por trabalhador aceleraram em 2021, para 3,5% (2,0% em 2020), um ritmo de crescimento inferior ao observado antes da eclosão da pandemia (4,3%, em média, em 2018-19). As flutuações marcadas da produtividade por trabalhador – medida com base no emprego – traduziram-se num aumento acentuado dos custos unitários de trabalho (CTUP) em 2020, com uma moderação subsequente em 2021 (variações de 9,3% e 0,7%, respetivamente). Este aumento de custos terá sido absorvido, em larga medida, nas margens de lucro empresariais. O indicador de margem de lucro unitária reduziu-se significativamente em 2020, tendo estabilizado em 2021 (Gráfico I.7.3 – Painel B).

Gráfico I.7.4 • IHPC e diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro | Percentagem e pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE.

O diferencial negativo de inflação face à área do euro acentuou-se ao longo de 2021. Em média anual, este diferencial fixou-se em -1,6 pp (-0,4 pp em 2020). O comportamento dos preços dos bens energéticos explica a menor inflação em Portugal, em particular, os preços da eletricidade e do gás natural (Gráfico I.7.4).[10] A evolução diferenciada dos preços no consumidor destas fontes de energia reflete sobretudo as diferenças na estrutura e funcionamento dos mercados nacionais, incluindo a regulação de preços. Excluindo energéticos, o diferencial entre Portugal e a área do euro apresentou maior estabilidade ao longo de 2021, fixando-se em -1,3 pp em média anual (-0,9 pp em 2020).

10. Ver Caixa "Evolução recente da inflação em Portugal e comparação com a área do euro" do *Boletim Económico* de março de 2022.

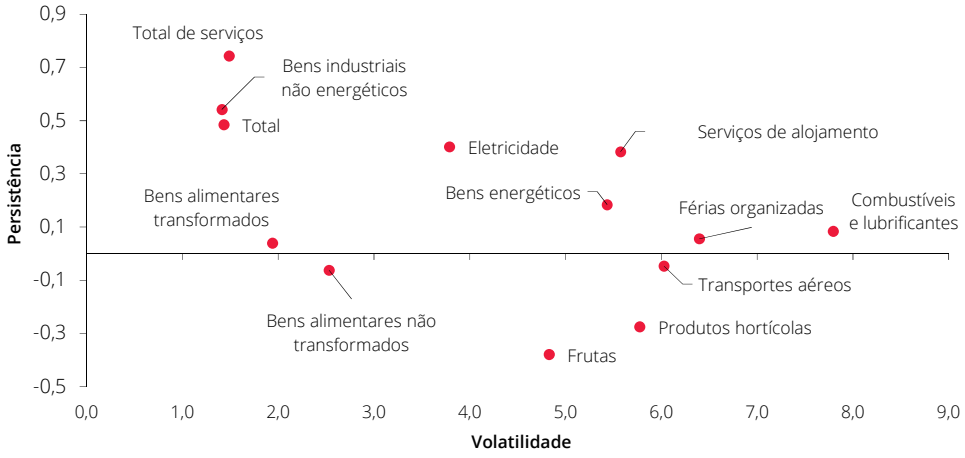
Caixa 6 • Medidas de inflação subjacente

A inflação é afetada por fatores de natureza aleatória ou temporária que, pela sua natureza, não traduzem alterações fundamentais dos seus determinantes. As medidas de inflação subjacente pretendem aproximar a tendência de evolução dos preços filtrando esses efeitos. O aumento recente da inflação, após um período longo de valores baixos, tem contribuído para um renovado interesse nestes indicadores.[11] Na análise regular, são privilegiadas as medidas calculáveis em tempo real, não passíveis de revisões e facilmente interpretáveis.

Um conjunto de medidas de inflação subjacente baseia-se na exclusão sistemática de itens específicos do cálculo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC). A mais comum exclui bens alimentares e energéticos do IHPC, componentes cujos preços apresentam elevada volatilidade e baixa persistência, refletindo efeitos específicos (e.g. condições metereológicas; decisões de oferta por parte dos produtores de petróleo) e o facto de terem uma procura pouco sensível ao preço (bens essenciais) (Gráfico C6.1).

A exclusão de outros itens de forma *ad hoc* é menos consensual. Os preços de alguns serviços turísticos – hotéis e viagens aéreas – exibem também uma volatilidade elevada associada, em parte, a fatores sazonais. Por exemplo, a alteração no mês da Páscoa de um ano para outro pode induzir variações homólogas significativas, mas temporárias, dos preços. O BCE considera uma medida que exclui o vestuário e calçado, cujos preços registam frequentemente variações significativas associadas a alterações nos períodos de saldos.

Gráfico C6.1 • Volatilidade e persistência de agregados e componentes específicas do IHPC



Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Cálculos efetuados com base em dados anuais para o período de 2000 a 2021. A medida de volatilidade considerada é o desvio padrão das taxas de variação e a persistência corresponde ao coeficiente autorregressivo de ordem 1.

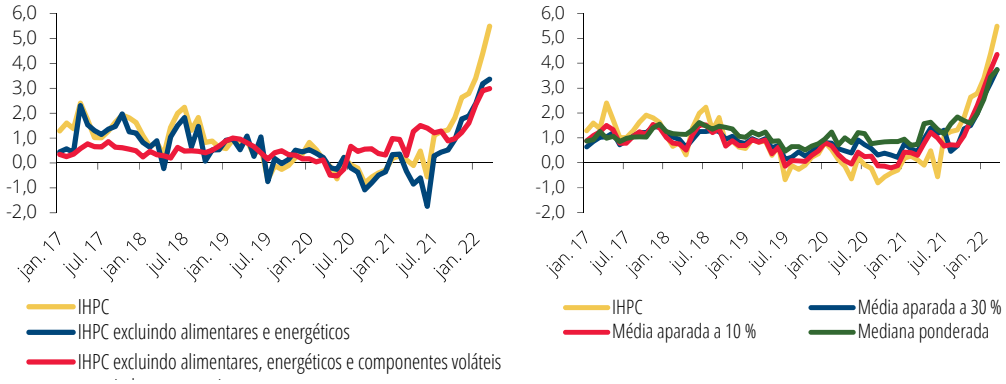
Outras medidas baseiam-se na exclusão não sistemática, mas definida em cada momento, dos itens que apresentam variações homólogas de preços extremas, tanto no sentido positivo como negativo. Neste grupo, incluem-se as medidas de média aparada e a mediana ponderada. Para o

11. O Banco de Portugal tem uma tradição de cálculo e divulgação de medidas deste tipo (ver, por exemplo, Robalo Marques, Duarte Neves e Morais Sarmento (1999), "Avaliação de indicadores de tendência de inflação, Banco de Portugal" ou Coimbra e Duarte Neves (1997), "Indicadores de tendência de inflação").

cálculo da média aparada, são ordenados em cada período os itens do cabaz do IHPC, sendo excluídos os itens com as variações maiores e menores correspondentes a uma determinada percentagem do índice (por exemplo, 10%). Ao omitir os valores extremos – incluindo variações acentuadas, mas pontuais, de componentes habitualmente estáveis – e concentrar-se no centro da distribuição das variações de preços, as medidas de média aparada ou mediana podem fornecer um melhor sinal da inflação subjacente.

As medidas referidas – com uma evolução, mais alisada do que a do IHPC total – apontam para uma subida da tendência da inflação na segunda metade de 2021 e nos primeiros meses de 2022 (Gráfico C6.2). Em março de 2022, os indicadores apresentados situavam-se entre 3,0% e 4,3%, o que compara com valores entre -0,1% e 0,9% em dezembro de 2020. A média destes indicadores tem vindo a aumentar desde setembro de 2021, fixando-se em 3,6% em março.

Gráfico C6.2 • Medidas de inflação subjacente em Portugal | Taxa de variação homóloga, em percentagem

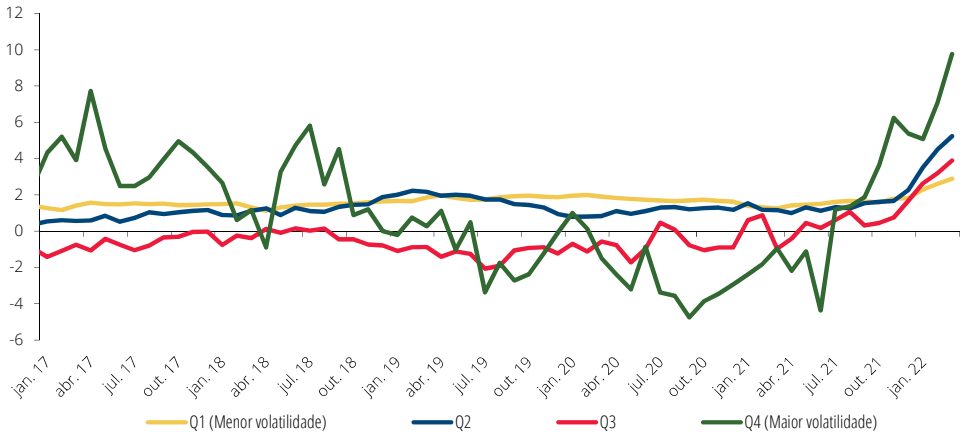


Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A média aparada a 30% corresponde à taxa de variação homóloga calculada do IHPC, excluindo em cada mês, 15% dos itens elementares (ponderados pelo seu peso no cabaz) com variações mais elevadas de preços e 15% com variações mais baixas. Da mesma forma, no cálculo da média aparada a 10%, são excluídos 5% dos índices com variação mais elevadas e 5% com variações mais baixas. A mediana ponderada corresponde à mediana das variações homólogas de preços considerando os itens ponderados pelo seu peso no IHPC.

Uma análise complementar – que decompõe a inflação total observada nas variações de preços dos itens elementares classificados por grau de volatilidade histórica dos respetivos preços – aponta para que as pressões ascendentes estejam a transmitir-se aos preços das componentes tipicamente mais estáveis (Gráfico C6.3). A subida da inflação no período recente é explicada em larga medida pelo quartil de maior volatilidade. No entanto, a variação homóloga média dos preços nos quartis de menor volatilidade também aumentou no final de 2021 e início de 2022. Estes quartis incluem, por exemplo, alguns serviços de educação e saúde, as rendas e os restaurantes e cafés. A variação homóloga dos preços no período 2016-2020 manteve-se próxima da média de 1,5% para o primeiro quartil de volatilidade e em 1,1% para o segundo quartil, mas aumentou para 2,9% e 5,2%, respetivamente, em março de 2022.

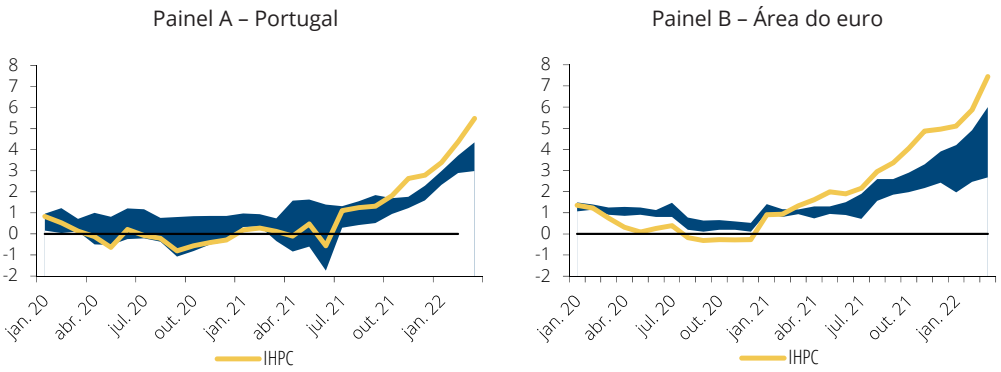
Uma comparação com a área do euro das medidas apresentadas aponta para uma tendência ascendente da inflação similar à observada em Portugal (Gráfico C6.4). Esta evolução salienta a importância de continuar a monitorizar estas medidas, a par de outros indicadores relevantes de pressões inflacionistas, com destaque para os salários e as expectativas de inflação.

Gráfico C6.3 • Inflação média por quartil de volatilidade | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A inflação por quartil de volatilidade é construída a partir da ordenação dos itens elementares (COICOP 5 dígitos) do cabaz do IHPC por nível de volatilidade no período de janeiro 2016 a janeiro 2022, calculando-se de seguida a taxa de variação homóloga média dos preços de cada quartil (correspondente a 25 % do peso no IHPC).

Gráfico C6.4 • IHPC e medidas de inflação subjacente em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A zona sombreada inclui o intervalo de valores das seguintes medidas de inflação subjacente calculadas para Portugal e a área do euro: mediana ponderada, média aparada a 10% e a 30%, IHPC excluindo alimentares e energéticos e IHPC excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo. A data de fecho de dados desta caixa é 21 de abril de 2022, incluindo os valores do IHPC até março de 2022 para Portugal e para a área do euro.

Caixa 7 • A transmissão das pressões inflacionistas externas aos preços no produtor e no consumidor em Portugal

A escassez e o aumento acentuado dos preços internacionais de matérias-primas e de alguns bens intermédios, bem como a subida dos custos de transporte, traduziram-se num aumento dos preços das importações portuguesas em 2021. Este choque cria pressões ao longo do processo produtivo e de distribuição e reflete-se nos preços na produção e no consumidor.

Quadro C7.1 • Análise de correlações

		Deflator das Importações			IPPI		
		Total	Total excl. energéticos	Combustíveis	Total	Total excl. energéticos	Energéticos
Matérias primas	Preço do petróleo	84,3	55,9	95,9	89,3	78,2	92,7
	Matérias primas não energéticas	61,8	69,1	59,5	59,6	63,0	58,2

		IPPI			IHPC		
		Total	Total excl. energéticos	Energéticos	Total	Total excl. energéticos	Energéticos
Deflator das importações	Total	93,5	90,7	90,9	69,9	49,1	87,5
	Total excl. energéticos	66,0	72,4	61,3	63,5	54,3	65,0
	Combustíveis	93,9	83,5	96,2	50,0	23,2*	82,6

		IHPC		
		Total	Total excl. energéticos	Energéticos
IPPI	Total	60,8	36,5	85,4
	Total excl. energéticos	59,3	40,0	76,5
	Energéticos	56,9	30,7	85,6

Fontes: BCE e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O período amostral considerado é de 2011 T1 a 2021 T3. As correlações contemporâneas entre as variáveis revelaram ser as mais elevadas. As correlações apresentadas são baseadas em dados trimestrais, mas os resultados de uma análise equivalente de frequência mensal são semelhantes. Os asteriscos assinalam as correlações não significativas considerando um intervalo de confiança de 90%.

O Quadro C7.1 apresenta uma análise de correlação entre os preços internacionais de matérias-primas (energéticas, alimentares e outras) e diversas componentes do deflator de importações de bens, do índice de preços no produtor (IPPI) e do IHPC, para o período de 2011 T1 a 2021 T3.

As correlações são mais elevadas para os agregados diretamente relacionados com o preço do petróleo. Adicionalmente, o preço do petróleo parece ter um efeito indireto em algumas componentes não energéticas. O valor das correlações entre componentes não energéticas é em geral inferior. Foi também analisada a desagregação das matérias-primas não energéticas em bens alimentares e outras, sem alterações muito significativas face aos resultados apresentados para o total. Outro resultado transversal à análise é que as correlações vão diminuindo ao longo da cadeia de valor. Por exemplo, as correlações são mais fortes entre o IPPI e o deflator de importações do que entre este último e o IHPC, sinalizando diferenças nas estruturas produtivas das empresas e um impacto faseado da transmissão dos choques e absorção de parte destes nas margens de lucro.

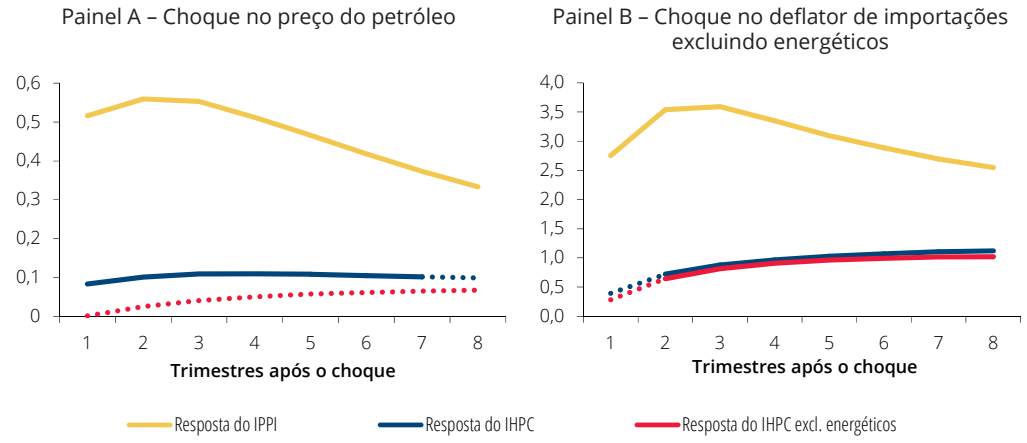
De forma a complementar esta análise, foi estimado um modelo que aproxima o processo de transmissão dos preços ao longo da cadeia de produção e distribuição, na linha de Hahn (2003). O modelo

inclui o preço do petróleo em euros, o deflator de importações excluindo energéticos, a taxa de juro de curto prazo, o hiato do produto (com base numa função de produção Cobb-Douglas), o IPPI total e o IHPC, decomposto nas suas componentes energética e não energética. A identificação dos choques estruturais ortogonais associados a cada variável parte do pressuposto que cada variável apenas responde contemporaneamente às que estão elencadas antes de si na descrição do modelo acima. Os restantes pormenores do modelo encontram-se descritos na nota ao Gráfico C7.1.

Os resultados das funções de resposta a impulso (FRI) do IHPC e IPPI a choques estruturais têm o sinal esperado e elevada persistência. As FRI apresentadas no Gráfico C7.1 apontam para uma elasticidade de 0,08% do IHPC no momento de impacto a um choque de 10% no preço do petróleo em euros (1% no IHPC energéticos, que pesa cerca de 8% no IHPC total). Um choque no preço do petróleo tem impacto imediato, mas apenas parcial no IHPC dos bens energéticos (em particular, na gasolina e gasóleo), dado que a transmissão ao consumidor é influenciada por vários fatores, como o peso da fiscalidade no preço final. Nos períodos subsequentes ao choque, o impacto no IHPC energéticos vai-se desvanecendo enquanto se materializam impactos indiretos no IHPC excluindo energéticos. Note-se, no entanto, que esta FRI não é significativa a 95%. O impacto de um choque no deflator de importações excluindo energéticos tem uma magnitude consideravelmente superior. Um choque de 10% traduz-se numa resposta do IHPC de 0,35% no momento de impacto e de 0,7% no trimestre seguinte, atingindo um máximo de cerca de 1,2% no 11º trimestre após o choque.

Combinando as FRI com a evolução observada dos determinantes da inflação, os choques no preço do petróleo e no deflator de importações não energéticas terão contribuído para um aumento de cerca de 0,6 pp da inflação em 2021. Dada a persistência e o tempo até ser atingido o impacto máximo destes choques, estes ainda deverão ter impacto positivo na inflação em 2022.

Gráfico C7.1 • Funções de resposta a impulso a um choque de 10%



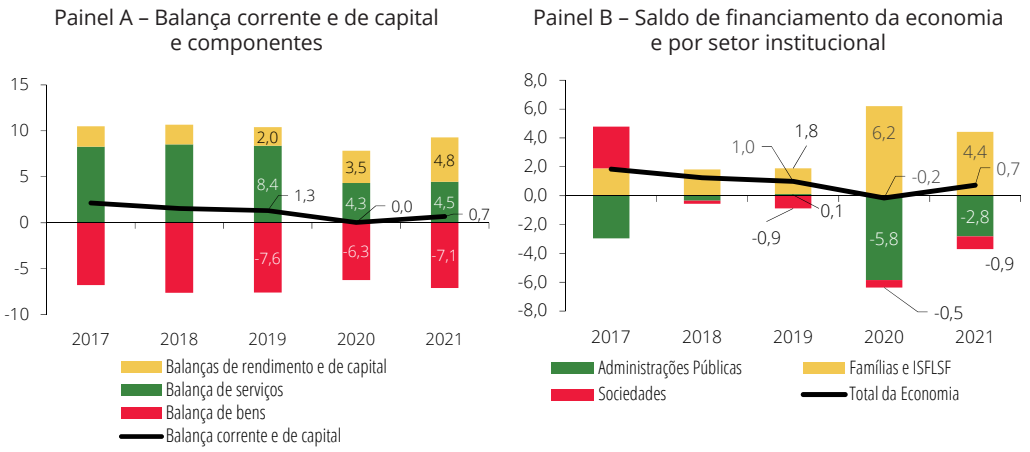
Fontes: BCE e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O período de estimação considerado foi 1999 T1-2021 T4. As linhas a tracejado indicam a não significância do impacto, considerando um intervalo de confiança de 90%. O impacto no IHPC total foi obtido como a média ponderada das FRI do IHPC energéticos e excluindo energéticos. As séries foram incluídas no modelo em logaritmos (com exceção da taxa de juro) e são corrigidas de sazonalidade e efeitos de calendário. Foram incluídos no modelo três desfasamentos de cada variável. A identificação dos choques estruturais no modelo é feita com base numa decomposição de Cholesky, seguindo a ordem pela qual são apresentadas no texto principal. Considerou-se uma *prior* Normal-Wishart, com a seguinte parametrização: $\lambda1$=0,05, $\lambda2$=0,5, $\lambda3$=1, $\lambda4$=100, $\lambda5$=0,001 e $\lambda6$=1 e $\lambda7$=0,0001, 2.000 iterações e *burn-in* de 1.000. 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). Foram realizados vários testes de robustez a esta especificação do modelo aqui descrita, incluindo ao período amostral, ordenação de Cholesky e escolha de variáveis do modelo. Em particular, foram também estimados dois modelos distintos considerando o canal energético e não energético separadamente, sem impacto qualitativo nos resultados.

8 Balança de pagamentos

O saldo da balança corrente e de capital aumentou em 2021, de 0% para 0,7% do PIB, mas manteve-se inferior ao registado em 2019. A melhoria em 2021 deveu-se à evolução da balança de capital, sendo que o saldo deficitário da balança corrente permaneceu inalterado (Quadro I.8.1). O défice da balança de bens e serviços alargou-se em 2021, em resultado da evolução negativa do saldo de bens, não compensada pela melhoria ligeira nos serviços. O excedente das balanças de rendimento e de capital aumentou, impulsionado pelo aumento das transferências da UE (Gráfico I.8.1 – Painel A).

A maior capacidade de financiamento da economia é explicada pela redução da necessidade de financiamento do setor público, parcialmente compensada pela diminuição da capacidade de financiamento das famílias. O saldo de financiamento das administrações públicas manteve-se mais negativo do que o observado antes da pandemia e o das famílias superior (Gráfico I.8.1– Painel B).

Gráfico I.8.1 • Balança corrente e de capital e saldo de financiamento da economia – composição | Percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

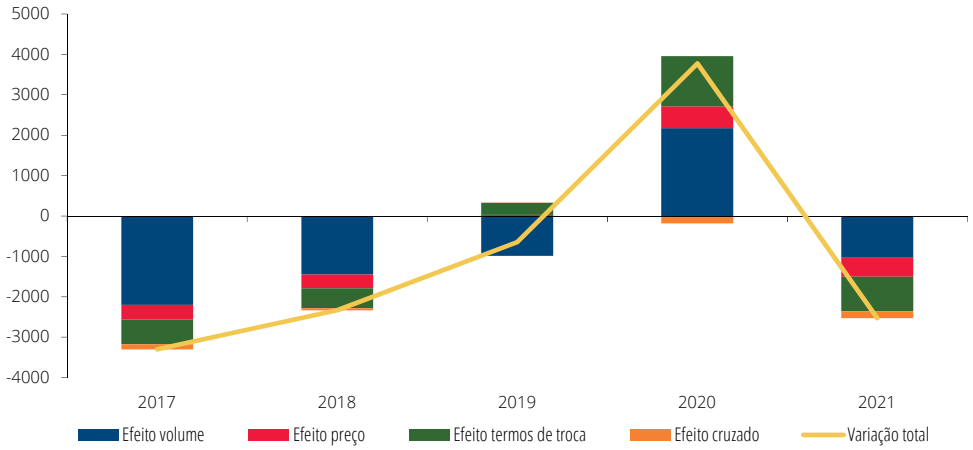
Quadro I.8.1 • Balança de pagamentos | Em percentagem do PIB

	2017	2018	2019	2020	2021
Balança corrente e de capital	2,2	1,5	1,3	0,0	0,7
Balança corrente	1,3	0,6	0,4	-1,1	-1,1
Balança de bens e serviços	1,5	0,9	0,8	-1,9	-2,6
Bens	-6,8	-7,6	-7,6	-6,3	-7,1
Energéticos	-2,2	-2,5	-2,5	-1,7	-2,8
Outros bens	-4,6	-5,1	-5,1	-4,5	-4,4
Serviços	8,3	8,5	8,4	4,3	4,5
Viagens e turismo	5,9	6,1	6,1	2,5	3,0
Outros serviços	2,4	2,4	2,2	1,8	1,5
Balança de rendimento primário	-2,3	-2,4	-2,4	-1,4	-1,2
Balança de rendimento secundário	2,1	2,0	2,0	2,2	2,7
Balança de capital	0,9	1,0	0,9	1,1	1,8
Balança financeira	2,1	1,7	1,5	0,2	0,9
Erros e omissões	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2

Fontes: Banco de Portugal e INE.

O défice da balança de bens deteriorou-se por via de efeitos volume e termos de troca. O alargamento do défice em 0,8 pp do PIB refletiu um maior crescimento, em termos reais, das importações do que das exportações (efeito volume) e um efeito termos de troca também negativo, essencialmente devido à subida de preços dos bens energéticos onde Portugal apresenta uma posição deficitária (Gráfico I.8.2). Esta evolução reverteu parcialmente a melhoria do saldo de bens observada em 2020, ano em que os efeitos volume e termos de troca foram positivos.

Gráfico I.8.2 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens | Milhões de euros



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Uma variação positiva (negativa) corresponde a um aumento (diminuição) do saldo da balança de bens. A variação do saldo da balança de bens pode ser decomposta em quatro efeitos: (i) um efeito volume resultante da variação das quantidades importadas e exportadas, (ii) um efeito preço, associado ao crescimento médio dos preços das exportações e importações; (iii) um efeito termos de troca resultante da variação relativa dos preços de exportação e importação; (iv) um efeito cruzado, associado à interação entre a variação das quantidades e dos preços.

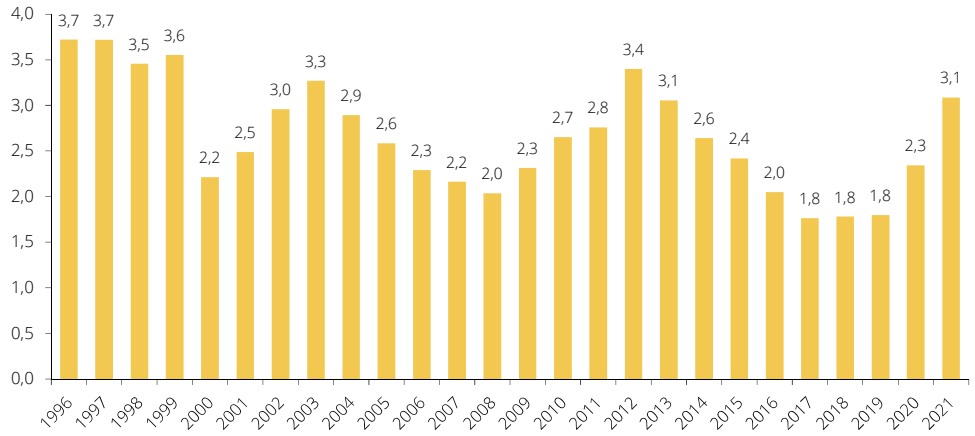
O excedente da balança de serviços continuou a situar-se em valores muito inferiores aos observados antes da pandemia. Este saldo aumentou 0,2 pp do PIB em 2021, para 4,5%, o que compara com 8,4% em 2019. Com a progressiva reabertura do setor do turismo e a diminuição das restrições à circulação, o saldo de viagens e turismo aumentou 0,5 pp para 3,0% do PIB, cerca de metade do registado em 2019. O saldo dos outros serviços deteriorou-se em 0,3 pp para 1,5% do PIB, uma diminuição associada sobretudo a um maior défice do saldo de transportes marítimos de carga. Os custos deste tipo de transporte aumentaram significativamente ao longo de 2021, refletindo a escassez de navios e contentores e os estrangulamentos em portos críticos.

Os saldos das balanças de rendimento aumentaram, refletindo as maiores entradas de fundos europeus. O défice de rendimento primário reduziu-se em 0,2 pp do PIB, para 1,2%. Relativamente à componente de rendimentos de investimento, a redução nos pagamentos de juros associados à carteira de títulos de dívida de longo prazo detida por não residentes foi compensada por um aumento dos dividendos pagos ao exterior. O saldo da balança de rendimento secundário aumentou para 2,7% do PIB (mais 0,5 pp do que no ano anterior) devido sobretudo a um aumento do volume de transferências de fundos europeus do FEDER. A balança de capital aumentou 0,7 pp para 1,8% do PIB, refletindo, em larga medida, o efeito pontual da devolução de cerca de 1100 milhões de euros do Fundo Europeu de Estabilização Financeira pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira.

O total de recebimentos de fundos europeus aumentou significativamente. Em percentagem do PIB, atingiu-se um valor próximo do observado em 2012-13, que esteve associado ao final do período de programação plurianual (QREN) (Gráfico I.8.3). O aumento de 0,8 pp do PIB em 2021

decorreu essencialmente dos recebimentos associados às entradas de fundos no âmbito do NGEU – com destaque para a iniciativa REACT-EU – e, em menor grau, da realização de despesa financiada pelo novo quadro financeiro plurianual (2021-27).

Gráfico I.8.3 • Total de recebimentos de fundos da União Europeia | Percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

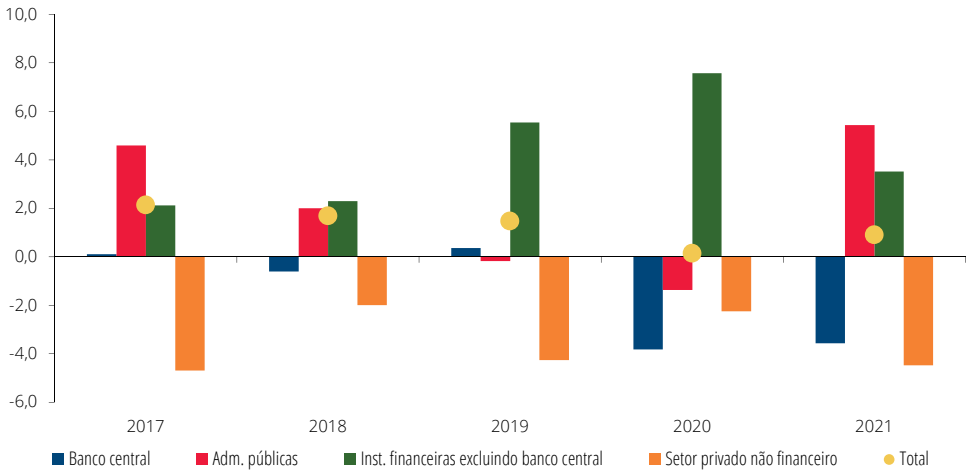
Em 2021, o investimento no exterior continuou a ser superior ao financiamento obtido, traduzindo-se num saldo positivo da balança financeira (0,9% do PIB). As instituições financeiras (excluindo o banco central) continuaram a investir no exterior, em termos líquidos (Gráfico I.8.4). Os bancos nacionais investiram principalmente em títulos de dívida pública emitidos por países da área do euro enquanto o setor financeiro não bancário adquiriu unidades de participação de fundos de investimento não residentes. O menor saldo apresentado por este setor prende-se com o aumento dos passivos em 1,9% em 2021, após terem diminuído 3,3% em 2020.

O endividamento das administrações públicas face ao exterior reduziu-se, refletindo em larga medida a diminuição de títulos de dívida pública detidos por não residentes, o que se relaciona com os montantes adquiridos pelo Banco de Portugal a não residentes no âmbito dos programas de política monetária de compras de ativos.

O setor privado não financeiro continuou a financiar-se no exterior, apresentando uma variação de passivos de 4,5% do PIB, mantendo-se os ativos inalterados. O financiamento continuou a ser canalizado através do fluxo líquido de investimento direto e, em menor grau, de investimento em títulos de longo prazo.

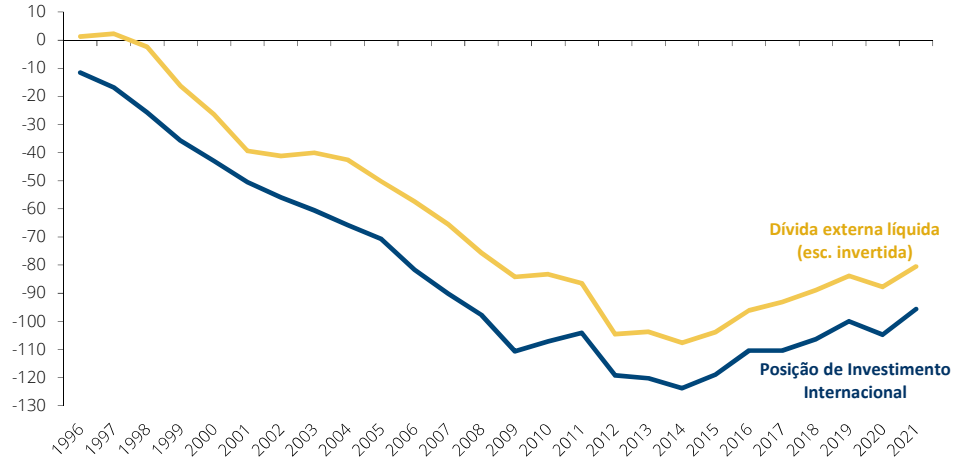
A posição de investimento internacional (PII) tornou-se menos negativa, passando de -105% do PIB em 2020 para -96% no final de 2021. Este aumento da PII deveu-se essencialmente à redução dos passivos e ao aumento dos ativos categorizados como Investimento de Carteira. A dívida externa líquida reduziu-se de 88% no final de 2020 para 81% no final de 2021 (Gráfico I.8.5). O nível e a composição da PII têm implicações em termos de risco de refinanciamento e da vulnerabilidade do serviço de dívida a aumentos das taxas de juro. Não obstante a redução recente, o défice da balança de rendimentos de investimento equivalia a 2,1% do PIB, apontando para a importância de assegurar uma redução mais significativa da posição devedora externa, em particular da componente de dívida, de forma a evitar que uma eventual subida das taxas de juro se traduza em dinâmicas desestabilizadoras das contas externas.

Gráfico I.8.4 • Saldo da balança financeira, total e por setor institucional | 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.

Gráfico I.8.5 • Posição de investimento internacional e Dívida externa | Percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

II Tema em destaque

A evolução da liquidez e alavancagem das empresas em 2020

A evolução da liquidez e alavancagem das empresas em 2020[1]

Introdução

Em 2020, as empresas portuguesas foram afetadas pela pandemia COVID-19, um choque exógeno de elevada magnitude e incerteza e com um impacto global. A resposta sanitária obrigou ao encerramento temporário da atividade de muitas empresas, com consequências para a sua capacidade de gerar fluxos de caixa e resultados. Esta situação representou, numa primeira fase, um risco para a liquidez das empresas, as quais têm habitualmente gastos inadiáveis tanto operacionais (salários e rendas), como financeiros (juros e amortizações de empréstimos), cujo incumprimento pode colocar em causa a sua continuidade no curto prazo. No médio/longo prazo, o choque pandémico representa um risco para a solvência das empresas, que em muitos casos tiveram de aumentar a dívida num contexto de elevada incerteza relativamente ao horizonte temporal e magnitude da recuperação.

Os riscos económicos decorrentes das medidas de contenção da pandemia levaram os governos e os bancos centrais a adotarem várias medidas de apoio às empresas. As medidas tomadas pelos governos consistiram sobretudo em quatro tipos: moratórias nos empréstimos bancários, linhas de crédito com garantia pública, apoios à manutenção do emprego (como os esquemas de *layoff*) e subsídios a fundo perdido. Na União Europeia, estas medidas variaram de país para país tanto em termos de magnitude como de extensão. Em simultâneo, assistiu-se ao reforçar do caráter acomodatício da política monetária, com a criação de um novo programa de compra de títulos (PEPP) e o lançamento de um novo conjunto de operações de refinanciamento de prazo alargado (TLTRO-III e PELTRO), e a uma suavização de alguns requisitos regulatórios, em ambos os casos com o objetivo de evitar restrições na oferta de crédito.

A elevada magnitude dos apoios públicos levanta questões relativamente à sua eficácia e eficiência. Em particular, têm sido levantadas questões sobre a possibilidade de as moratórias terem contribuído para adiar a entrada em incumprimento de algumas empresas inviáveis, bem como sobre o possível impacto do aumento da alavancagem na solvabilidade de muitas empresas. Esta última questão tem especial relevância no caso português, dada a elevada alavancagem e baixa rendibilidade de muitas empresas.

A literatura disponível indica que as medidas de apoio público foram direcionadas sobretudo para empresas viáveis e significativamente afetadas pela pandemia (Epaulard et al. (2021) e Demmou e Franco (2021)). Apesar do aumento da alavancagem de muitas empresas, a evidência existente sugere um impacto diminuto sobre a sua viabilidade (Altavilla et al. (2021)). No caso de Portugal, Kozeniauskas et al (2022) concluem que as medidas de apoio foram utilizadas sobretudo pelas empresas menos produtivas.

Este Tema em destaque contribui para a discussão em curso, detalhando os fatores que contribuíram para a variação da liquidez (rácio entre caixa e depósitos e o ativo) e da alavancagem (rácio entre passivo e o ativo). A decomposição da variação da liquidez permite perceber de que forma é que as empresas reagiram à redução da sua faturação. Em particular, permite analisar

1. Preparado por Nuno Silva e Pedro Dias Moreira.

se estas compensaram o choque exclusivamente por via de um ajustamento dos custos operacionais ou se, adicionalmente, reduziram o investimento e/ou recorreram a fontes de capital externas à empresa. A forma como as empresas compensaram o choque económico provocado pela pandemia tem implicações para o seu futuro. Uma redução significativa do investimento pode condicionar o crescimento da atividade da empresa e o recurso a financiamento externo, no caso de ser feito através de dívida, levanta questões de solvabilidade no médio/longo prazo. A decomposição do rácio de alavancagem permite analisar com detalhe o impacto das variações nas fontes de financiamento, internas (resultados) e externas (acionistas e credores) à empresa, no rácio de alavancagem.

A amostra considerada é constituída por 239 mil empresas que reportaram Informação Empresarial Simplificada (IES) nos últimos três anos disponíveis (2018, 2019 e 2020). Estas empresas representam 80% do ativo total das empresas não financeiras a operar em Portugal. Não se calculou o contributo das entradas e saídas de empresas uma vez que existem alguns atrasos no reporte, o que pode conduzir a uma sobrestimação do impacto da saída de empresas e uma subestimação da entrada. Os resultados apresentados são ponderados pelo ativo das empresas, a fim de evitar uma sobrerrepresentação das microempresas.

A liquidez das empresas aumentou em 2020. Esta evolução refletiu uma redução significativa dos custos operacionais, em particular com fornecimentos e serviços externos, e do investimento. A redução do investimento ocorreu sobretudo nas empresas grandes. O aumento da liquidez foi mais acentuado nas empresas de menor dimensão, em resultado de uma menor redução no fluxo de caixa operacional e do aumento do fluxo de caixa de financiamento, em particular através de dívida, demonstrando os efeitos das linhas de crédito com garantia pública, que se destinaram principalmente às PME. O aumento da liquidez foi menos acentuado nos setores mais afetados pela pandemia, refletindo uma maior diminuição da margem bruta, quando comparado com os setores menos afetados. Adicionalmente, houve uma redução substancial dos dividendos pagos aos acionistas e, no caso das empresas dos setores mais afetados pela crise pandémica, um aumento do crédito. Esta evolução compensou a diminuição dos fluxos de caixa associados à margem bruta. Apesar da maior redução da atividade, as empresas dos setores mais afetados registaram uma redução do investimento próxima do observado para os restantes setores. As empresas que beneficiaram de apoios ao financiamento bancário mantiveram o investimento ao nível de 2019.

Em termos agregados, a alavancagem das empresas continuou a diminuir em 2020, em linha com o observado nos últimos anos. A diminuição da alavancagem esteve associada a uma redução dos dividendos e, em menor grau, do passivo das empresas dos setores menos afetados. Contudo, as empresas dos setores mais afetados aumentaram a alavancagem em resultado das perdas registadas e do aumento do passivo. O aumento do passivo foi mais significativo no caso das empresas que beneficiaram de linhas de crédito com garantia pública, ainda que estas apresentem uma alavancagem abaixo da média da economia e uma rendibilidade pré-crise superior à média.

A evolução da liquidez das empresas em 2020

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):

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

Os fluxos de caixa operacionais resultam da atividade da empresa, nomeadamente da margem bruta de exploração (Quadro 1), das variações do fundo de maneio (*working capital*), dos gastos em fornecimentos e serviços externos, dos gastos com pessoal, dos subsídios à exploração, dos impostos pagos e outros fluxos operacionais. Os fluxos de caixa de investimento incluem o investimento e juros

recebidos e rendimentos similares. Os fluxos de caixa de financiamento incluem a variação na dívida, os dividendos pagos aos acionistas (líquidos de injeções de capital), a variação nos ativos e passivos dos acionistas/sócios e juros pagos e gastos similares.

Para as empresas maduras, em geral, os fluxos de caixa operacionais são positivos e os fluxos de caixa de investimento e de financiamento são negativos. Este padrão reflete a geração de lucros, que 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. Fluxos de caixa de financiamento positivos também são habituais em empresas mais jovens ou com grandes oportunidades de investimento, que não conseguem gerar internamente o capital necessário para realizar esses investimentos.

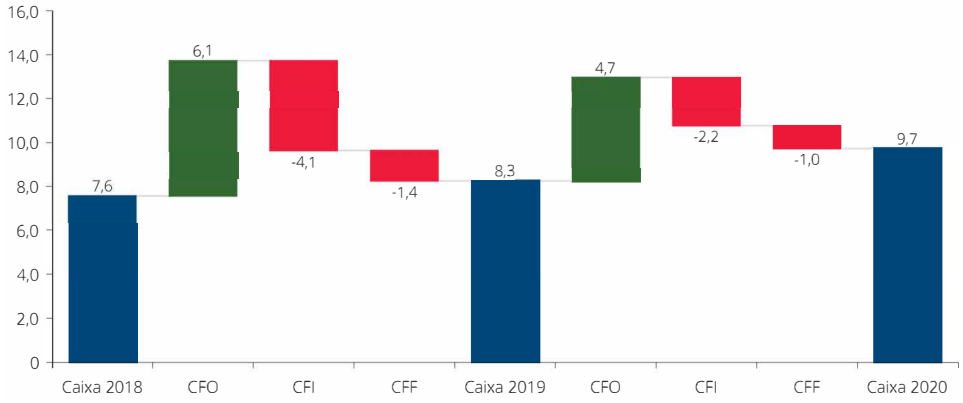
Quadro 1 • Definições das variáveis utilizadas

Variável	Definição
Margem bruta de exploração	+ Vendas e serviços prestados – Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas
Variação do fundo de maneio	– Variação dos inventários – Variação dos ativos biológicos correntes – Variação da conta de clientes – Variação dos adiamentos a fornecedores – Variação das outras contas a receber + Variação da conta de fornecedores + Variação dos adiantamentos de clientes + Variação das outras contas a pagar – Imparidade de inventários – Imparidade de dívidas a receber
Outros fluxos operacionais	+ Variações nos inventários da produção + Trabalhos para a própria entidade +/– Diferimentos – Variação nos outros ativos correntes + Outros rendimentos e ganhos – Outro s gastos e perdas
Investimento	– Variação nos ativos de investimento – Gastos de depreciação e de amortização – Imparidade de investimentos
Dívida	+ Variação financiamentos obtidos + Variação responsabilidades por benefícios pós-emprego + Variação passivos financeiros detidos para negociação + Variação outros passivos financeiros + Variação passivos não correntes detidos para venda + Variação outros passivos correntes
Dividendos líquidos de injeções de capital	– Variação do capital próprio + Resultado líquido do período + Variação de outras rubricas do capital próprio

Em 2020, o rácio da caixa sobre o ativo aumentou 1,5 pp, passando de 8,3% para 9,7% (Gráfico 1). O aumento da liquidez ocorreu num contexto de forte abrandamento da atividade económica, o que conduziu a uma redução do fluxo de caixa operacional de 6,1% para 4,7%. Esta redução foi mais do que compensada por uma diminuição do investimento, de 4,1% para 2,2%, e por um fluxo de financiamento menos negativo (passou de -1,4% para -1,0%). O aumento da caixa foi acompanhado por uma redução da heterogeneidade com o coeficiente de variação a diminuir 3 pp. O gráfico 2 mostra que o número de empresas com um rácio de caixa sobre ativo muito baixo diminuiu.

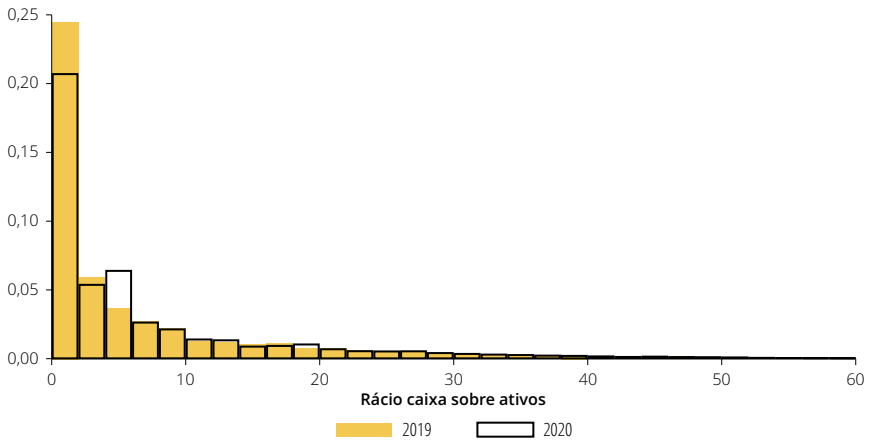
A redução dos custos operacionais, em conjugação com os apoios públicos, permitiu reduzir o impacto do abrandamento da atividade económica no fluxo de caixa operacional. O principal contributo para a redução dos custos operacionais foi a diminuição nos gastos com fornecimentos e serviços externos em 2 pp (Quadro 2). Adicionalmente, observou-se uma redução ligeira dos gastos com pessoal (0,2 pp) e um aumento nos subsídios à exploração (0,3 pp). Esta dinâmica reflete os apoios públicos, nomeadamente os esquemas de *layoff* – *layoff* simplificado e apoio à retoma progressiva. As empresas continuaram a contabilizar os gastos com pessoal, registando em simultâneo um subsídio associado ao benefício destas medidas. A redução dos custos operacionais contribuiu para uma redução dos fluxos de caixa operacionais (-1,4 pp) mais moderada do que a da margem bruta (-3,8 pp). Este resultado é evidenciado pela comparação das distribuições da variação dos fluxos de caixa operacionais e da margem bruta em 2019 e 2020, apresentada no gráfico 3, que mostra que a distribuição do fluxo de caixa operacional em 2020 é mais próxima da observada em 2019 do que no caso da margem bruta.

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



Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | 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). CFO corresponde aos fluxos de caixa operacionais, CFI aos fluxos de caixa de investimento e CFF aos fluxos de caixa de financiamento. O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média ponderada pelos ativos.

Gráfico 2 • Distribuição da caixa das empresas | Percentagem do ativo



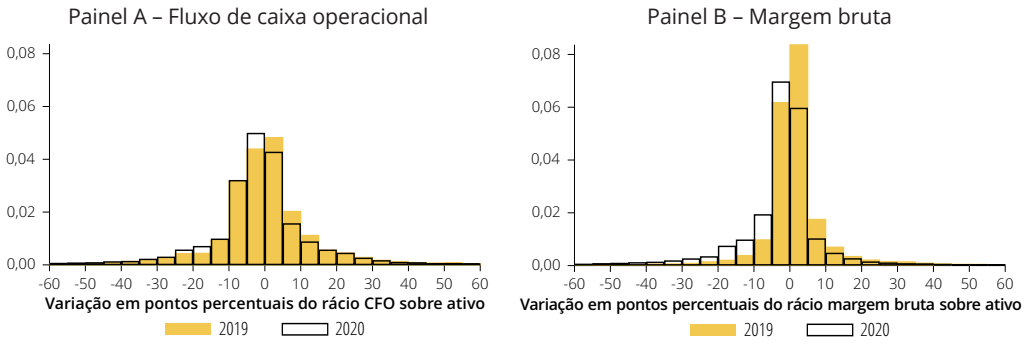
Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | Nota: O histograma é ponderado pelo ativo.

Quadro 2 • Decomposição dos fluxos de caixa | Percentagem do ativo

	2019	2020	Variação
Caixa	8,3	9,7	1,5
Fluxos de caixa operacionais	6,1	4,7	-1,4
Margem bruta	34,4	30,6	-3,8
Var. fundo de maneio	-0,2	-0,3	-0,1
Fornecimentos e serviços externos	-16,9	-14,9	2,0
Gastos com pessoal	-11,5	-11,2	0,2
Subsídios à exploração	0,2	0,6	0,3
Estado	-0,9	-0,8	0,1
Outros	1,0	0,7	-0,3
Fluxos de caixa de investimento	-4,1	-2,2	1,9
Var. ativos de investimento	-4,3	-2,4	1,9
Juros recebidos e rendimentos similares	0,2	0,2	0,0
Fluxos de caixa de financiamento	-1,4	-1,0	0,3
Dívida	0,9	0,9	-0,1
Dividendos líq. de injeções de capital	-1,8	-1,2	0,6
Ativos/passivos acionistas	0,3	0,1	-0,2
Juros pagos e gastos similares	-0,9	-0,8	0,0

Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES).

Gráfico 3 • Distribuição da variação da margem bruta e do fluxo de caixa operacional em 2019 e 2020 | Percentagem do ativo



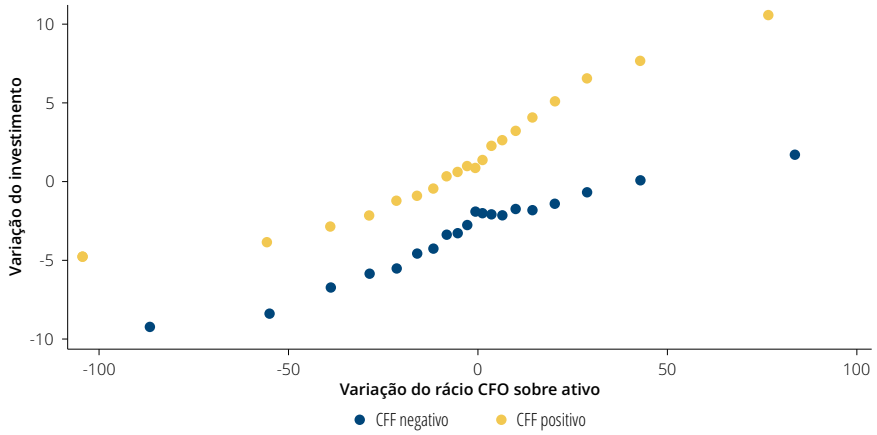
Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | Notas: CFO corresponde aos fluxos de caixa operacionais. Consideram-se as empresas presentes em todos os anos entre 2017 e 2020. O ativo foi calculado como a média do ativo entre 2017 e 2020. Os histogramas são ponderados pelo ativo.

A redução do investimento foi maior nas empresas em que se observou uma maior redução do fluxo de caixa operacional. O gráfico 4 mostra a relação entre a variação do fluxo de caixa operacional e a variação do investimento para as empresas que aumentaram/diminuíram o fluxo de caixa de financiamento. A maior diminuição do investimento no caso das empresas em que o fluxo de caixa de financiamento foi negativo aponta para a importância do financiamento externo como forma mitigar tal ajustamento.

No caso do fluxo de caixa de financiamento, a redução do seu contributo negativo de -1,4 pp para -1 pp ficou a dever-se à redução dos dividendos pagos aos acionistas (0,6 pp). O contributo da dívida para o fluxo de caixa de financiamento permaneceu igual ao observado em 2019, apesar da redução dos encargos com o serviço da dívida para as empresas que recorreram a moratórias e das linhas de crédito com garantia pública.

Para avaliar diferenças na forma como as empresas se ajustaram ao abrandamento inesperado da atividade económica, 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).

Gráfico 4 • Relação entre a variação do investimento e a variação no fluxo de caixa operacional (CFO) | Percentagem do ativo



Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | Notas: Este tipo de gráfico (*binscatter*) agrupa as observações do eixo das abcissas em diferentes grupos com o mesmo número de elementos e posteriormente é calculada a média da variável do eixo das ordenadas. O *binscatter* não é ponderado pelo ativo.

O quadro 3 decompõe a variação da caixa para empresas de diferentes dimensões. A amostra utilizada compreende 196 mil microempresas (correspondente a 22% do total de ativos), 36 mil empresas pequenas (22% do total de ativos), 6 mil empresas médias (25% do total de ativos) e mil empresas grandes (30% do total de ativos). 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 empresas grandes. Adicionalmente, as empresas grandes têm uma base de clientes mais diversificada, o que as torna mais preparadas para acomodar choques económicos adversos, e têm uma maior facilidade na obtenção de financiamento. Estas características fazem da dimensão um fator relevante na caracterização da reação das empresas à pandemia e da forma como geriram a liquidez.

Quadro 3 • Decomposição dos fluxos de caixa por dimensão de empresa | Percentagem do ativo

	Micro			Pequenas			Médias			Grandes		
	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.
Caixa	11,7	13,3	1,6	9,9	11,9	2,1	7,1	8,4	1,3	5,5	6,6	1,1
Fluxos de caixa operacionais	**4,0**	**3,5**	**-0,5**	**5,9**	**4,8**	**-1,1**	**6,4**	**6,1**	**-0,4**	**7,7**	**4,4**	**-3,3**
Margem bruta	28,2	25,3	-2,9	37,7	34,1	-3,7	34,5	31,3	-3,2	36,4	31,5	-4,9
Var. fundo de maneio	-0,7	-0,1	0,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,4	0,3	0,7	0,7	-0,6	-1,3
Fornecimentos e serviços externos	-14,0	-12,4	1,6	-18,1	-16,1	1,9	-17,5	-15,7	1,8	-17,6	-15,1	2,5
Gastos com pessoal	-9,3	-9,3	0,0	-13,3	-13,2	0,2	-11,0	-10,7	0,3	-12,1	-11,6	0,4
Subsídios à exploração	0,4	0,8	0,4	0,3	0,9	0,6	0,2	0,5	0,3	0,1	0,3	0,2
Estado	-0,8	-0,7	0,0	-0,9	-0,8	0,1	-0,8	-0,8	0,0	-1,1	-0,9	0,2
Outros	0,2	0,0	-0,2	0,9	0,8	-0,2	1,3	1,1	-0,2	1,3	0,9	-0,4
Fluxos de caixa de investimento	**-3,5**	**-2,9**	**0,6**	**-3,7**	**-2,7**	**1,0**	**-3,0**	**-1,8**	**1,2**	**-5,7**	**-1,6**	**4,1**
Var. ativos de investimento	-3,6	-2,9	0,7	-4,0	-3,0	0,9	-3,3	-2,1	1,2	-5,9	-1,8	4,1
Juros recebidos e rendimentos similares	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,0	0,2	0,2	-0,1
Fluxos de caixa de financiamento	**0,5**	**0,9**	**0,4**	**-1,3**	**0,0**	**1,3**	**-2,8**	**-3,0**	**-0,1**	**-1,6**	**-1,6**	**0,0**
Dívida	1,3	1,5	0,2	0,9	1,2	0,3	0,0	0,3	0,2	1,4	0,7	-0,8
Dividendos líq. de injeções de capital	-0,1	0,0	0,1	-1,2	-0,5	0,7	-2,0	-2,3	-0,3	-3,2	-1,6	1,6
Ativos/passivos acionistas	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-0,2	1,1	0,3	-0,8
Juros pagos e gastos similares	-0,5	-0,5	0,0	-0,9	-0,8	0,1	-1,1	-1,0	0,1	-0,9	-1,0	0,0

Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | 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). O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média ponderada pelos ativos.

A liquidez aumentou em todas as classes de dimensão das empresas, mas o aumento foi mais significativo no caso das empresas de menor dimensão. Estas empresas registaram uma

menor redução no fluxo de caixa operacional e um aumento do fluxo de caixa de financiamento, sobretudo através de dívida, o que deverá estar relacionado com o facto de as linhas de crédito com garantia pública se destinarem principalmente a PME. De acordo com os dados da Central de Responsabilidades de Crédito, em 2020 os novos empréstimos com garantia pública representaram cerca de 49% do montante total dos novos empréstimos a PME com maturidade superior a um ano. A proporção de empréstimos em moratória correspondeu a 34% do montante total do *stock* de empréstimos a empresas em dezembro de 2020, sem grande diferenciação por dimensão.

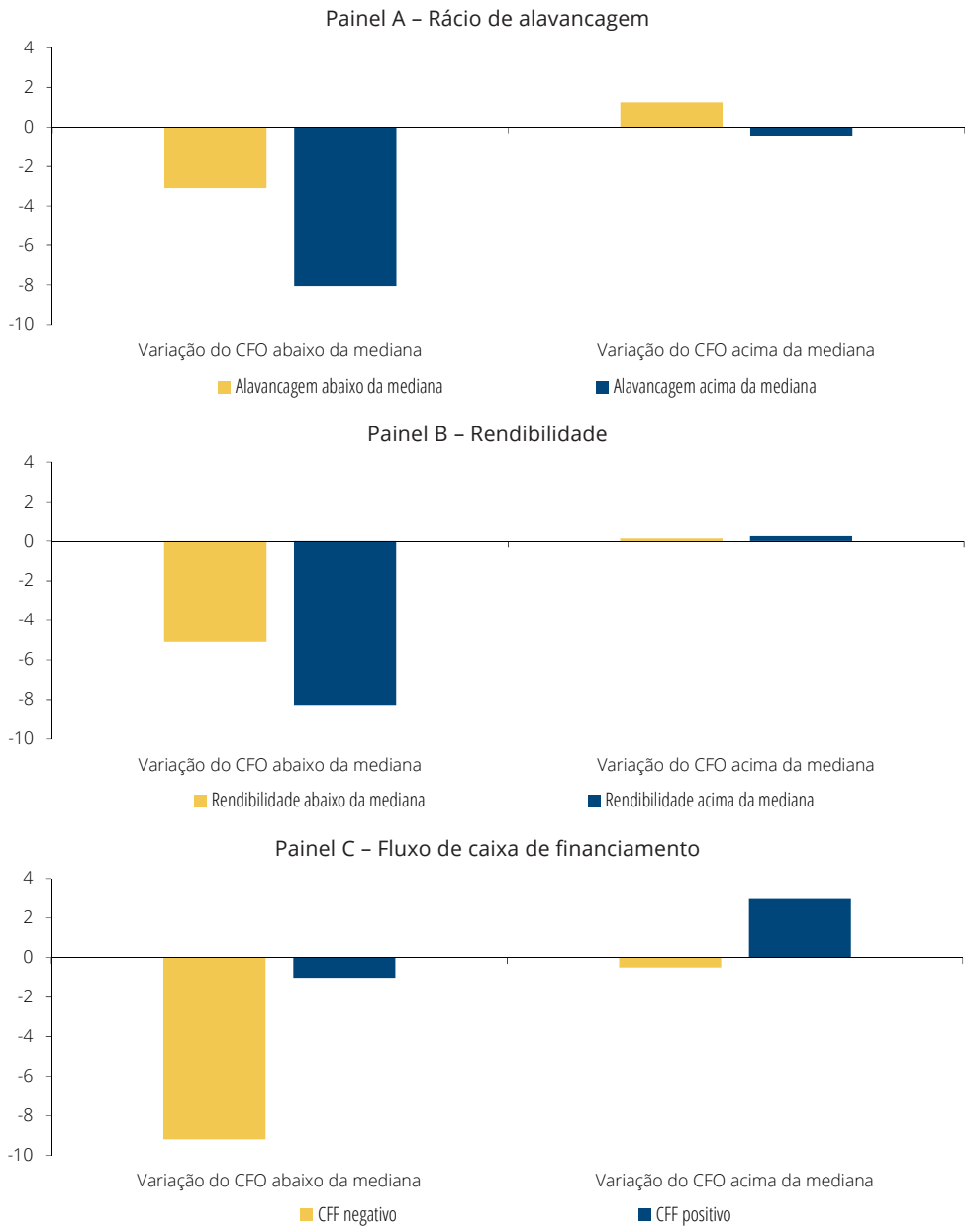
As empresas grandes reduziram o investimento mais do que as restantes, o que, em conjunto com uma redução dos dividendos pagos, contribuiu para mitigar os efeitos da redução dos fluxos de caixa operacionais. A diminuição do investimento nas empresas grandes contribuiu com 1,2 pp para a redução de 1,9 pp do investimento agregado. O gráfico 5 apresenta a variação do investimento para as empresas grandes com diferentes níveis de alavancagem, rendibilidade e fluxo de financiamento, condicionando na variação do fluxo de caixa operacional. Os gráficos mostram que a redução do investimento ocorreu sobretudo nas empresas grandes mais alavancadas, com maior rendibilidade e fluxo de caixa de financiamento negativo. A maior redução do investimento no caso das empresas mais alavancadas deverá estar relacionada com as restrições financeiras decorrentes do maior risco de insolvência destas empresas. O facto de a redução do investimento ter sido maior nas empresas mais rentáveis deverá estar relacionado com o facto de estas empresas serem as que tipicamente mais investem. A menor redução do investimento nas empresas com fluxo de financiamento positivo sugere que a obtenção de financiamento externo terá sido importante para evitar um ajustamento abrupto do investimento.

O quadro 4 decompõe a variação de caixa para as empresas dos setores menos e mais afetados. A distinção entre os dois grupos assenta na intensidade de contacto humano necessário para a realização das atividades das empresas. O grupo dos setores mais afetados inclui, assim, o comércio e reparação de veículos, alojamento e restauração, transportes aéreos e armazenagem, bem como atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas.

A liquidez aumentou nos setores mais e menos afetados pela pandemia. Ainda assim, o aumento foi mais acentuado nos setores menos afetados pela pandemia, refletindo uma diminuição mais ligeira da margem bruta (-1,1 pp). Esta diminuição contrasta com uma variação de -17,7 pp no caso das empresas dos setores mais afetados. Uma comparação da distribuição da margem bruta em 2019 e 2020 (Gráfico 6) mostra que, no caso das empresas dos setores mais afetados, a proporção das que registaram uma variação muito negativa aumentou significativamente. Em contraste, no caso dos setores menos afetados, observa-se, sobretudo, um aumento da proporção de empresas em torno de valores ligeiramente negativos.

As empresas dos setores mais afetados compensaram a redução da margem bruta com uma diminuição nos fornecimentos e serviços externos (Quadro 4). Adicionalmente, nestes setores observou-se uma diminuição nos gastos com pessoal, um desinvestimento em fundo de maneio e um aumento nos subsídios à exploração, o que reflete as medidas de apoio público, em particular, os esquemas de *layoff* – *layoff* simplificado e apoio à retoma progressiva. A redução dos custos com fornecimentos e serviços externos foi superior ao que seria de esperar tendo em conta a relação histórica entre a variação destes custos e a variação da margem bruta. O oposto aconteceu no caso dos custos com pessoal. Esta evolução sugere que os esquemas de *layoff* – *layoff* simplificado e apoio à retoma progressiva – terão tido um papel importante na manutenção do emprego.

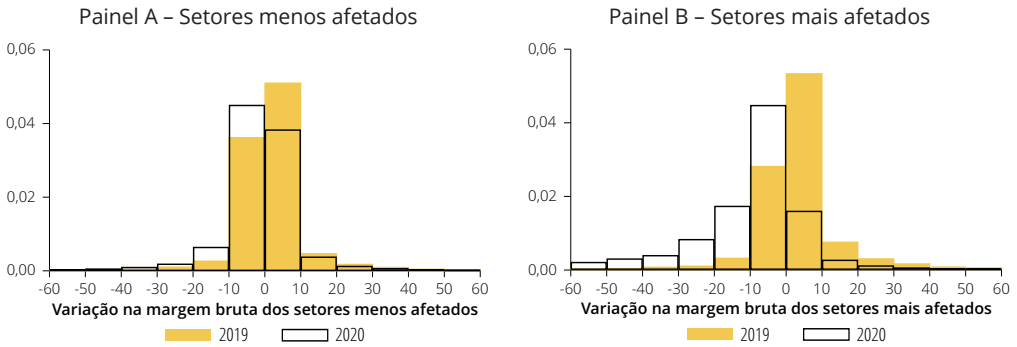
Gráfico 5 • Variação do investimento nas empresas grandes em função da alavancagem, rendibilidade e fluxo de financiamento, condicionando para a variação do fluxo de caixa operacional | Percentagem do ativo



Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | Notas: CFO e CFF correspondem, respetivamente, aos fluxos de caixa operacionais e de financiamento. A mediana do CFO é calculada com base nos valores de 2020. A mediana do rácio de alavancagem e da rendibilidade são calculados com base nos valores de 2019. A rendibilidade é medida através do rácio EBITDA sobre ativo. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média ponderada pelos ativos.

Adicionalmente, as empresas dos setores mais afetados reduziram o investimento em resposta ao impacto da redução da atividade económica. Não obstante terem reduzido muito mais o fluxo de caixa operacional, as empresas dos setores mais afetados reduziram apenas ligeiramente mais o investimento do que as empresas dos setores menos afetados. A contribuir para esta evolução esteve o forte aumento nos fluxos de financiamento, tanto através de dívida, como de uma injeção líquida de capital dos acionistas.

Gráfico 6 • Distribuição da variação da margem bruta em 2019 e 2020 para os setores mais e menos afetados | Percentagem do ativo



Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | 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. Consideram-se as empresas presentes em todos os anos entre 2018 e 2020. O ativo foi calculado como a média do ativo entre 2018 e 2020. Os histogramas são ponderados pelo ativo.

Quadro 4 • Decomposição dos fluxos de caixa para os setores menos e mais afetados pela pandemia | Percentagem do ativo

	Setores menos afetados			Setores mais afetados		
	2019	2020	Variação	2019	2020	Variação
Caixa	7,6	9,2	1,5	11,6	12,7	1,1
Fluxos de caixa operacionais	**6,0**	**5,2**	**-0,7**	**7,0**	**1,9**	**-5,1**
Margem bruta	29,7	28,6	-1,1	59,1	41,4	-17,7
Var. fundo de maneio	0,0	-0,4	-0,3	-1,1	0,1	1,2
Fornecimentos e serviços externos	-13,7	-13,0	0,6	-33,8	-24,6	9,2
Gastos com pessoal	-10,2	-10,3	0,0	-17,8	-16,2	1,6
Subsídios à exploração	0,2	0,4	0,2	0,5	1,7	1,2
Estado	-0,9	-0,8	0,1	-0,9	-0,9	0,0
Outros	1,0	0,8	-0,2	1,0	0,4	-0,6
Fluxos de caixa de investimento	**-3,6**	**-1,8**	**1,8**	**-6,6**	**-4,4**	**2,2**
Var. ativos de investimento	-3,8	-2,0	1,8	-6,8	-4,6	2,2
Juros recebidos e rendimentos similares	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0
Fluxos de caixa de financiamento	**-1,7**	**-1,9**	**-0,2**	**0,5**	**3,7**	**3,2**
Dívida	0,7	0,1	-0,6	2,1	4,8	2,7
Dividendos líq. de injeções de capital	-1,8	-1,4	0,4	-1,4	0,2	1,7
Ativos/passivos acionistas	0,3	0,2	-0,1	0,7	-0,5	-1,2
Juros pagos e gastos similares	-0,9	-0,8	0,0	-0,9	-0,9	0,0

Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | 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. O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média ponderada pelos ativos.

As empresas grandes dos setores menos afetados foram as que mais contribuíram para a redução do investimento agregado. O quadro 5 decompõe o investimento para as empresas mais e menos afetadas com detalhe por dimensão de empresa. No caso das empresas grandes, a redução do investimento foi maior nas empresas dos setores menos afetados, onde se situa a maioria destas empresas. A redução do investimento nestas empresas contribuiu com 1,1 pp para a redução de 1,9 pp do investimento agregado.

O impacto da pandemia nas empresas foi mitigado pelas medidas de apoio. O quadro 6 decompõe a variação da caixa por utilização das medidas de apoio ao financiamento das empresas – moratória sobre créditos existentes e linhas de crédito com garantia pública. As empresas que não recorreram a moratórias e linhas de crédito com garantia pública representam 71%. As empresas que recorreram apenas às moratórias, apenas às linhas de crédito e às duas medidas representam, respetivamente, 12%, 7% e 10%.

Quadro 5 • Decomposição do fluxo de caixa associado ao investimento para os setores menos e mais afetados pela pandemia por dimensão de empresa | Percentagem do ativo

	Micro			Pequenas			Médias			Grandes		
	2019	2020	Variação	2019	2020	Variação	2019	2020	Variação	2019	2020	Variação
Menos afetadas	-3,1	-2,6	0,5	-3,1	-2,3	0,8	-2,5	-1,6	0,9	-5,2	-1,0	4,2
Mais afetadas	-5,4	-4,0	1,4	-6,4	-4,5	1,9	-5,5	-3,0	2,5	-9,3	-6,1	3,1

Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | 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). 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. O fluxo de caixa de investimento é apresentado em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média ponderada pelos ativos.

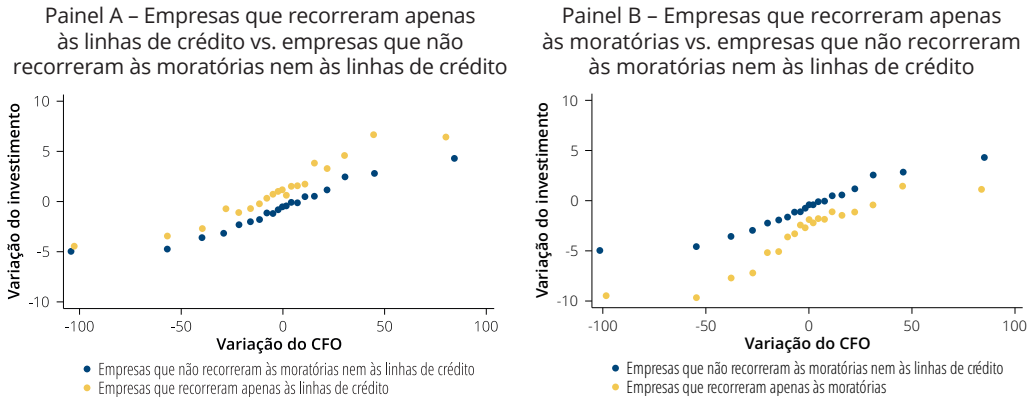
A liquidez aumentou para todos os grupos de empresas, mas mais para as que beneficiaram de linhas de crédito com garantia pública. Este aumento ocorreu apesar da maior redução nos fluxos de caixa operacionais e da menor redução no investimento observado nestas empresas. No caso das empresas que receberam apenas linhas de crédito, os fluxos de caixa de investimento permaneceram semelhantes aos de 2019. Uma análise micro (não ponderada) mostra que, no caso das empresas que beneficiaram do acesso a linhas de crédito, a redução do investimento terá sido inferior às que não beneficiaram de moratórias nem de linhas de crédito, controlando para a evolução do fluxo de caixa operacional (Gráfico 7 – Painel A). Este padrão não é observado na maioria das empresas que beneficiaram apenas de moratórias (Gráfico 7 – Painel B), ainda que o seja no agregado (Quadro 6). A diferença entre o resultado micro e o resultado agregado reflete, em larga medida, o comportamento das empresas de maior dimensão.

Quadro 6 • Decomposição dos fluxos de caixa por tipo de medida de apoio | Percentagem do ativo

	Empresas que não recorreram às moratórias nem às linhas de crédito			Empresas que recorreram apenas às moratórias			Empresas que recorreram apenas às linhas de crédito			Empresas que recorreram às moratórias e às linhas de crédito		
	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.
Caixa	9,2	10,2	1,0	4,5	5,5	1,0	9,8	14,5	4,8	5,1	8,2	3,1
Fluxos de caixa operacionais	**6,3**	**5,1**	**-1,2**	**4,7**	**3,9**	**-0,7**	**7,3**	**4,6**	**-2,7**	**6,1**	**2,9**	**-3,2**
Margem bruta	31,4	28,7	-2,7	28,7	24,6	-4,1	57,1	50,1	-7,0	46,6	38,3	-8,3
Var. fundo de maneio	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-1,5	-2,1	-0,6	-0,8	-1,4	-0,6
Fornecimentos e serviços externos	-15,1	-13,6	1,5	-14,6	-12,5	2,1	-28,7	-25,0	3,7	-24,0	-19,8	4,2
Gastos com pessoal	-10,1	-10,1	0,1	-10,0	-9,4	0,6	-19,8	-19,6	0,1	-16,7	-15,9	0,8
Subsídios à exploração	0,2	0,4	0,2	0,2	0,6	0,4	0,4	1,4	1,0	0,3	1,3	1,0
Estado	-1,0	-0,9	0,1	-0,4	-0,2	0,2	-1,3	-1,0	0,2	-0,6	-0,6	0,0
Outros	0,9	0,7	-0,3	0,7	0,6	-0,1	1,0	0,9	-0,2	1,3	1,0	-0,3
Fluxos de caixa de investimento	**-3,7**	**-1,4**	**2,3**	**-3,8**	**-2,8**	**1,0**	**-5,6**	**-5,6**	**0,0**	**-6,3**	**-4,7**	**1,6**
Var. ativos de investimento	-3,9	-1,6	2,3	-4,0	-3,0	1,0	-5,7	-5,7	0,0	-6,4	-4,8	1,6
Juros recebidos e rendimentos similares	0,2	0,2	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Fluxos de caixa de financiamento	**-1,8**	**-2,7**	**-0,9**	**-0,8**	**-0,2**	**0,6**	**-0,9**	**5,8**	**6,7**	**0,4**	**4,9**	**4,5**
Dívida	0,8	-0,5	-1,2	1,2	0,2	-1,0	0,7	7,7	7,0	2,1	6,6	4,5
Dividendos líq. de injeções de capital	-2,2	-1,7	0,5	-0,5	1,0	1,4	-1,2	-0,9	0,3	-0,6	-0,2	0,4
Ativos/passivos acionistas	0,5	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,4	-0,6	-0,1	-0,6	-0,5
Juros pagos e gastos similares	-0,8	-0,8	0,0	-1,2	-1,1	0,1	-0,6	-0,6	0,0	-1,0	-0,9	0,1

Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | Notas: O montante de caixa e os fluxos são apresentados em percentagem da média dos ativos de 2018 a 2020. Todos os valores são calculados ao nível da empresa e posteriormente é calculada uma média ponderada pelos ativos.

Gráfico 7 • Relação entre a variação do investimento e a variação do fluxo de caixa operacional | Percentagem do ativo



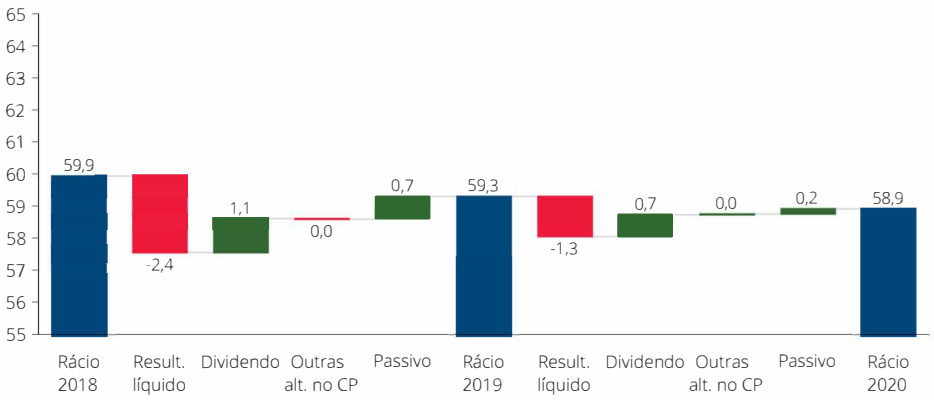
Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | Notas: Este tipo de gráfico (*binscatter*) agrupa as observações do eixo das abcissas em diferentes grupos com o mesmo número de elementos e posteriormente é calculada a média da variável do eixo das ordenadas. O *binscatter* não é ponderado pelo ativo.

A evolução da alavancagem das empresas em 2020

O rácio de alavancagem é medido como o rácio entre o passivo total e o ativo das empresas, em que o ativo pode ser calculado como a soma do capital próprio e do passivo. Este rácio é um dos principais indicadores de solvabilidade das empresas. De forma a perceber a sua evolução, decompôs-se a sua variação nos diferentes contributos: resultado líquido, dividendos, e outras alterações no capital próprio e passivo (Gráfico 8). Valores positivos (negativos) dos contributos indicam um efeito no sentido de aumento (redução) do rácio de alavancagem.

Em 2020, apesar do abrandamento da atividade económica causado pela pandemia, as empresas portuguesas continuaram o processo de desalavancagem, ainda que a um ritmo inferior. Esta desaceleração deveu-se a uma redução do contributo do resultado líquido, que foi apenas parcialmente mitigada por uma redução nos dividendos pagos e por um menor aumento no passivo.

Gráfico 8 • Variação anual do rácio de alavancagem e contributos | Em pontos percentuais



Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | Notas: As barras a azul representam o rácio de alavancagem no fim do ano. As barras a verde são contributos positivos (aumento da alavancagem) e as barras a vermelho são contributos negativos (diminuição da alavancagem). Os resultados são agregados através de uma média ponderada pelo ativo. Esta decomposição foi feita através de uma expansão em série de Taylor de ordem 2 da função que descreve o rácio de alavancagem.

O quadro 7 decompõe a variação do rácio de alavancagem 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).

Quadro 7 • Decomposição da variação do rácio de alavancagem | Percentagem do ativo

	Rácio 2018	Result. líquido	Div.	Outras alt. no CP	Passivo	Rácio 2019	Result líquido	Div.	Outras alt. no CP	Passivo	Rácio 2020
Dimensão											
Microempresas	53,8	-2,0	0,0	-0,1	1,0	52,7	-1,2	0,0	-0,1	0,7	52,2
Pequenas	57,7	-2,3	0,7	-0,1	0,9	56,9	-1,3	0,3	-0,1	0,4	56,2
Médias	61,2	-2,8	1,2	0,1	0,3	59,9	-2,0	1,3	0,2	0,2	59,7
Grandes	64,9	-2,4	2,1	0,1	0,8	65,4	-0,6	1,0	0,0	-0,3	65,6
Setores											
Menos afetado	58,9	-2,4	1,1	0,0	0,6	58,2	-1,8	0,8	0,0	-0,1	57,2
Mais afetado	65,5	-2,4	1,0	-0,2	1,2	65,0	1,9	-0,2	0,0	1,1	67,8
Apoios públicos											
Empresas que não recorreram às moratórias nem às linhas de crédito	58,4	-2,6	1,3	0,0	0,6	57,7	-1,5	1,0	0,0	-0,3	56,9
Empresas que recorreram apenas às moratórias	65,2	-1,2	0,3	0,2	0,7	65,2	-0,6	-0,6	0,4	-0,1	64,3
Empresas que recorreram apenas às linhas de crédito	58,0	-3,1	0,7	-0,1	1,1	56,6	-1,5	0,5	-0,1	2,6	58,1
Empresas que recorreram às moratórias e às linhas de crédito	65,7	-1,7	0,4	-0,1	1,3	65,5	-0,2	0,2	-0,1	1,6	67,1

Fonte: Informação Empresarial Simplificada (IES). | 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). 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. Os resultados são agregados através de uma média ponderada pelo ativo. Esta decomposição foi feita através de uma expansão em série de Taylor de ordem 2 da função que descreve o rácio de alavancagem.

As empresas grandes aumentaram ligeiramente a alavancagem, enquanto nas micro, pequenas e médias empresas ocorreu uma redução. O quadro 7 mostra que esta evolução resulta de uma dinâmica diferente dos contributos do capital e do passivo. As empresas de maior dimensão reduziram o montante dos seus passivos. No entanto, como distribuíram mais dividendos do que os resultados líquidos do período corrente, tiveram um aumento na sua alavancagem. Uma análise ao nível da empresa mostra que um elevado número de empresas grandes distribuiu dividendos acima do resultado liquido de 2020 (38% ponderando pelo ativo e 41% não ponderando), o que deverá estar relacionado com o facto de tipicamente o dividendo ser determinado com base nos resultados do ano anterior. Em sentido contrário, as empresas de menor dimensão aumentaram ligeiramente o passivo e mantiveram o pagamento de dividendos abaixo dos resultados líquidos do ano, o que permitiu continuarem a desalavancar.

As empresas dos setores mais afetados, as quais, em média, apresentavam em 2019 um rácio de alavancagem superior à média, tiveram um aumento significativo na alavancagem, resultado de um aumento nos passivos e de um resultado líquido negativo. Estes efeitos foram parcialmente mitigados por um contributo negativo dos dividendos (aumento de capital dos acionistas). Em sentido contrário, as empresas dos setores menos afetados reduziram ligeiramente a sua alavancagem, principalmente por meio de resultados positivos e por uma ligeira redução nos passivos.

O rácio de alavancagem aumentou para as empresas que recorreram apenas às linhas de crédito ou a ambas as medidas de apoio, tendo diminuído para as restantes empresas. Este aumento no rácio de alavancagem é justificado principalmente pelo aumento dos passivos, uma vez que estas empresas apresentaram resultados líquidos superiores aos dividendos pagos.

O aumento dos passivos foi mais significativo no caso das empresas que beneficiaram de linhas de crédito com garantia pública, as quais apresentam, no entanto, uma alavancagem abaixo da média da economia. Estas empresas apresentavam também uma rendibilidade superior à média em 2019.

Conclusão

Em 2020, observou-se uma diminuição significativa das receitas das empresas portuguesas. A magnitude da redução foi desigual por setor de atividade, refletindo as restrições colocadas pela pandemia à atividade económica de alguns setores. Apesar da quebra de receitas, as empresas portuguesas aumentaram a liquidez e reduziram a alavancagem. A redução da alavancagem resultou das empresas dos setores menos afetados. As empresas dos setores mais afetados ajustaram-se reduzindo os custos operacionais, o investimento e a distribuição de dividendos e aumentando a dívida. No caso dos setores menos afetados, observou-se sobretudo uma redução do investimento, que ocorreu sobretudo nas grandes empresas. As medidas de apoio, como as moratórias e as linhas de crédito com garantia, facilitaram o recurso ao financiamento, o que terá contribuído para evitar um ajustamento mais abrupto do investimento e problemas financeiros de curto prazo com potenciais consequências para a manutenção da atividade da empresa e para o sistema bancário. No entanto, no caso das empresas dos setores mais afetados,o aumento da dívida contribuiu para um aumento do rácio de alavancagem. Isto reforça a necessidade destas empresas retomarem o processo de desalavancagem em curso antes da pandemia, a fim de evitar que as medidas tomadas contribuam apenas para adiar insolvências. Este problema é menor no caso das empresas que receberam linhas de crédito com garantia pública, uma vez que estas empresas apresentam em média um rácio de alavancagem inferior à média e uma rendibilidade pré-crise superior.

Referências

Altavilla, C., Ellul, A., Pagano, M., Polo, A., & Vlassopoulos, T. (2021). "Loan guarantees, bank lending and credit risk reallocation". *Center for Financial Studies Working Paper*, (672).

Cros, M, A Epaulard and P Martin (2021), "Will Schumpeter Catch Covid-19?", *CEPR Discussion Paper 15834*.

Demmou, L. and Franco, G. (2021), "From hibernation to reallocation: Loan guarantees and their implications for post-COVID-19 productivity", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1687, OECD Publishing, Paris

Kozeniauskas, N., Moreira, P., & Santos, C. (2022). "On the cleansing effect of recessions and government policy: Evidence from Covid-19". *European Economic Review*, 104097.

III Séries

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2021

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2021

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2021

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 2021. Esta informação incorpora as séries de Contas Trimestrais por Setor Institucional divulgadas pelo INE a 25 de março de 2022 e segue, em larga medida, os procedimentos metodológicos descritos detalhadamente em Cardoso e Sequeira (2015).[1]

As séries trimestrais foram revistas de modo a incorporar as Séries Longas para a Economia Portuguesa (SLEP 2020), publicadas pelo INE e Banco de Portugal em dezembro de 2021.[2] Esta alteração tem essencialmente impacto no período anterior a 1995. Em termos anuais, as séries do bloco da despesa coincidem exatamente com as SLEP 2020. No bloco do rendimento disponível, as diferenças de nível resultam da não consideração das Instituições Sem Fins Lucrativos ao Serviço das Famílias nas SLEP 2020 (incluem apenas informação para as famílias). No mercado de trabalho, existem pequenas discrepâncias associadas a diferenças nas estimativas utilizadas para a população no Inquérito ao Emprego e nas SLEP 2020.

Em termos trimestrais, as séries publicadas para o PIB e principais componentes da despesa coincidem com os dados divulgados pelo INE para o período posterior a 1995. A partir desta publicação, as séries do rendimento disponível dos particulares para o período a partir do primeiro trimestre de 1999 passam também a coincidir com as publicadas pelo INE (Contas Trimestrais por Setor Institucional) corrigidas de sazonalidade e efeitos de calendário.

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 atualmente publicadas pelo INE devido à correção de sazonalidade.[3]

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

Estas séries para o período de 1977-2021 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* n.º 1, Banco de Portugal.
2. Na versão anterior, as séries tinham como âncora anual as Séries Longas Anuais do Banco de Portugal Pinheiro et al. (1999). Séries Longas para a Economia Portuguesa pós II guerra mundial, Vol. I – séries estatísticas, versão revista e prolongada para 1994 e 1995. Banco de Portugal.
3. As séries longas trimestrais são consistentes com as novas séries do Inquérito ao Emprego divulgadas a partir de 2021. Para detalhes consultar a Nota publicada pelo INE.

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2021

As séries anuais do património dos particulares, para o período 1980-2021, correspondem à atualização das estimativas publicadas no *Boletim Económico* de maio do ano passado. Estas estimativas de património, com divulgação anual[1], incluem a componente financeira (ativos e passivos) e a habitação (principal componente do património não financeiro). Os conceitos e metodologia são idênticos aos descritos em Cardoso, Farinha e Lameira (2008)[2].

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 1994-2021. 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 e Cunha (2005).

A série do património em habitação está ancorada, para o período de 2000 a 2019, nas estimativas de *stock* de capital em habitação das famílias disponibilizada pelo INE[3]. Esta série foi prolongada para os períodos 1980-1999 e 2020-2021. Para o período anterior a 2000, a série foi obtida respeitando retrospetivamente as taxas de variação do *stock* de capital em habitação total que integra as Séries Longas para a Economia Portuguesa (SLEP 2020) publicadas pelo INE e Banco de Portugal em dezembro de 2021. Para 2020 e 2021, a série foi estimada respeitando as taxas de variação em volume de um indicador para o *stock* de capital em habitação assente numa metodologia semelhante à utilizada no cálculo das séries de *stock* de capital das SLEP 2020. O cálculo das séries de *stock* de capital baseia-se no método de inventário permanente, que consiste em acumular sucessivamente o investimento em capital fixo (neste caso, investimento em habitação), assumindo hipóteses para o seu período de vida útil e para o método de sobrevivência e depreciação[4]. Os dados a preços correntes para 2020 e 2021 foram obtidos tomando como deflator do *stock* uma estimativa baseada no índice de Preços de Habitação publicado pelo INE.

As estatísticas de *stock* de capital em habitação do INE não incluem o valor dos terrenos subjacentes aos alojamentos (que estão incluídos nas séries de património aqui publicadas). O valor desses terrenos foi estimado com base no rácio definido para efeitos fiscais (nomeadamente, na avaliação de imóveis em sede de IMI), que corresponde a 25% do valor global dos alojamentos.

1. As séries apenas são publicadas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico*.
2. 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* n.º 4, Banco de Portugal , onde está descrita de forma mais detalhada a metodologia de cálculo.
3. 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.
4. Para mais detalhes sobre a metodologia de cálculo das séries de *stock* de capital SLEP 2020 ver Séries Longas para a Economia Portuguesa (2021), INE e Banco de Portugal.