BOLETIM ECONÓMICO

BOLETIM ECONÓMICO

OUTUBRO 2022

BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2022 • www.bportugal.pt

Boletim Económico | Outubro 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 2022 | 5

1 Introdução | 7

2 Enquadramento e políticas | 9

3 Atividade e contas externas | 11

4 Mercado de trabalho e preços | 15

5 Considerações finais | 19

Caixa 1 • Alteração da orientação da política monetária em 2022 | 20

Caixa 2 • O impacto da subida de taxas de juro no custo de financiamento bancário das empresas | 24

Caixa 3 • Desenvolvimentos orçamentais em 2022 | 29

Caixa 4 • A recuperação das exportações de turismo em 2022 | 32

Caixa 5 • Evolução dos preços no comércio *online* de um cabaz básico de produtos alimentares | 35

Caixa 6 • Estimativas de inflação por nível de rendimento e escalão etário | 38

II Tema em destaque | 43

Efeitos distributivos sobre as famílias da evolução económica recente | 45

Acumulação de fatores produtivos pelas empresas portuguesas | 61

I A economia portuguesa em 2022

1 Introdução

2 Enquadramento e políticas

3 Atividade e contas externas

4 Mercado de trabalho e preços

5 Considerações finais

1 Introdução

As projeções deste Boletim indicam que a economia portuguesa cresce 6,7% em 2022, continuando a beneficiar da recuperação do turismo e do consumo privado (Quadro I.1.1). A economia em 2022 fica marcada pela antecipação da recuperação do nível pré-pandemia, que ocorreu logo no primeiro trimestre, e por uma desaceleração posterior, traduzida numa relativa estabilização do PIB (Gráfico I.1.1 – Painel A). O enquadramento externo e financeiro tem vindo a deteriorar-se pela via de aumentos da inflação e das taxas de juro, que têm efeitos adversos sobre o rendimento disponível real. Estes efeitos são atenuados em 2022 pelo bom desempenho do mercado de trabalho, refletido no dinamismo do emprego e dos salários nominais, bem como no aumento da taxa de atividade para níveis historicamente elevados. A resiliência do consumo privado decorre também da canalização para despesa de parte da poupança acumulada pelas famílias durante a crise pandémica, bem como das medidas de apoio. Em contraste, o investimento cresce apenas ligeiramente, decorrente da maior incerteza, dos constrangimentos da oferta e do aumento dos custos de financiamento. As exportações, lideradas pela componente de serviços, mantêm uma recuperação significativa, mas em desaceleração trimestre após trimestre. O perfil do crescimento económico em 2022 implica um efeito de arrastamento em 2023 de apenas 0,5 pp, em claro contraste com este efeito em 2022, que atingiu 3,9 pp.[1]

Em 2022, a inflação aumenta para 7,8%, refletindo as crescentes pressões externas sobre os preços. A forte procura dos bens e serviços, cujo consumo foi condicionado na primeira fase da pandemia, também contribui para a trajetória ascendente ao longo de 2022, esperando-se uma inflexão no final do ano (Gráfico I.1.1– Painel B).

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal para 2022 | Taxa de variação anual, percentagem (exceto onde indicado)

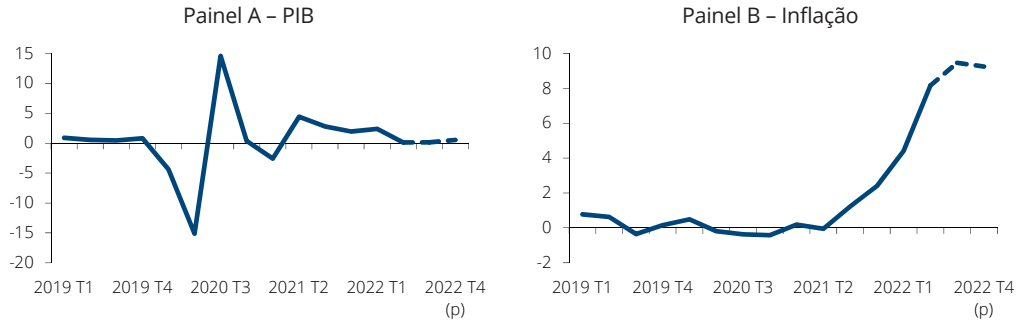
	Pesos 2021	BE outubro 2022			BE junho 2022		
		2020	2021	2022(p)	2020	2021	2022(p)
Produto interno bruto	100,0	-8,3	5,5	6,7	-8,4	4,9	6,3
Consumo privado	63,5	-7,0	4,7	5,5	-7,1	4,5	5,2
Consumo público	18,8	0,3	4,6	2,0	0,4	4,1	2,2
Formação bruta de capital fixo	20,3	-2,2	8,7	0,8	-2,7	6,4	5,0
Procura interna	103,0	-5,4	5,6	4,0	-5,6	5,0	4,8
Exportações	41,6	-18,6	13,5	17,9	-18,6	13,1	13,4
Importações	44,6	-11,8	13,3	10,8	-12,1	12,9	9,5
Emprego(a)		-1,8	1,9	2,3	-1,9	2,1	1,7
Emprego (horas trabalhadas)(a)		-8,6	3,1	5,1	-9,3	4,5	5,8
Taxa de desemprego(b)		7,0	6,6	5,8	7,0	6,6	5,6
Balança corrente e de capital (% PIB)		-0,1	0,6	0,6	0,0	0,7	0,4
Balança de bens e serviços (% PIB)		-1,9	-2,7	-1,9	-1,9	-2,6	-3,5
Índice harmonizado de preços no consumidor		-0,1	0,9	7,8	-0,1	0,9	5,9
Bens energéticos		-5,2	7,5	24,5	-5,2	7,5	18,8
Excluindo bens energéticos		0,3	0,4	6,4	0,3	0,4	4,8

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, pp – pontos percentuais, % – percentagem. Data de fecho de dados das projeções macroeconómicas: 23 de setembro. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) De acordo com o conceito de Contas Nacionais. (b) Em percentagem da população ativa.

1. O efeito de arrastamento (*carry-over*) num determinado ano corresponde ao crescimento anual do PIB que se observaria se todas as taxas de variação em cadeia trimestrais ao longo desse ano fossem nulas.

A deterioração do enquadramento internacional resulta da sucessão de choques associados à invasão da Ucrânia, com reflexos sobre a inflação, o fornecimento de energia e a confiança dos agentes económicos. A subida dos preços de importação de matérias-primas energéticas e de bens alimentares traduz-se numa perda de termos de troca que conduz a uma transferência de rendimento real das economias importadoras para os países exportadores. A suspensão pela Rússia do fornecimento de gás à Europa no início de setembro — sem horizonte temporal definido — tem impacto negativo sobre a atividade na área do euro e a procura externa dirigida à economia portuguesa. Por seu turno, o aumento pronunciado, generalizado e persistente da inflação a nível global tem conduzido a uma inversão da orientação da política monetária em vários países, traduzindo-se em condições de financiamento mais desfavoráveis.

Gráfico I.1.1 • Projeções trimestrais para o PIB e a inflação | Taxa de variação em cadeia do PIB e taxa de variação homóloga do IHPC



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

As projeções para o PIB e para a inflação são revistas em alta face ao *Boletim Económico* de junho. A recuperação mais forte da atividade em 2021 e na primeira metade de 2022 — revelada pelas contas nacionais mais recentes — supera a revisão em baixa na segunda metade de 2022. As exportações e o consumo privado justificam a revisão em alta na primeira parte do ano, tendo este último revelado ao longo do ano uma maior resistência aos choques adversos. A FBCF justifica a maior parte da revisão em baixa na segunda metade do ano, apresentando um crescimento inferior ao observado nos anos anteriores. Esta evolução merece destaque pela necessidade de relançar o ciclo económico através do investimento e pela relevância do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), cuja execução foi revista em baixa. Nos últimos sete anos, o crescimento acumulado do investimento foi superior a 40%, o que compara com 20% para as exportações e apenas 10% para o consumo privado. A revisão da inflação face ao exercício de junho (+1,9 pp) reflete a incorporação dos dados mais recentes, a atualização das hipóteses externas e uma reavaliação da rapidez de transmissão dos aumentos dos custos de produção aos preços e do impacto da reabertura da economia na segunda metade do ano. A surpresa na evolução dos preços ocorreu em todas as principais rubricas do índice harmonizado de preços no consumidor.

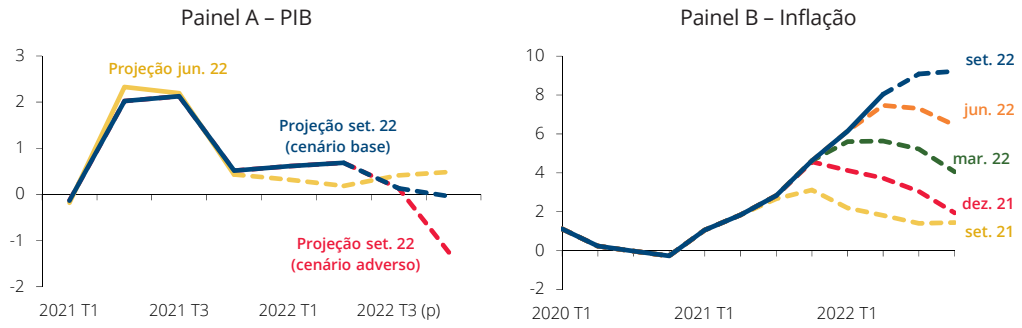
A incerteza em torno desta projeção é elevada. A possibilidade de impactos económicos mais adversos associados à invasão da Ucrânia é a principal fonte de incerteza. Em particular, necessidades de racionamento de energia e cortes de produção superiores ao implícito no cenário central, nomeadamente devido a um inverno mais rigoroso do que o habitual na Europa, aumentam a probabilidade de uma evolução mais fraca da atividade em Portugal no final do ano.

2 Enquadramento e políticas

Depois da forte recuperação da atividade em 2021, a economia mundial desacelera em 2022, influenciada pelas repercussões negativas da inflação elevada. O PIB mundial abrandou no primeiro semestre, em resultado da contração registada nos EUA e na China, no primeiro caso influenciada sobretudo pelo impacto da redução dos estímulos orçamentais e, no segundo, pelas restrições impostas com o ressurgimento de casos de COVID-19. Em sentido contrário, a atividade na área do euro beneficiou de uma recuperação sólida dos serviços, em particular dos associados a maior contacto pessoal, como o turismo. O agravamento das repercussões económicas da invasão da Ucrânia, o impacto da inflação elevada sobre o poder de compra das famílias e o aperto das condições monetárias e financeiras conduziram a uma deterioração das perspetivas para a atividade na área do euro na segunda metade do ano. O cenário central das projeções do BCE de setembro de 2022 incorpora uma estagnação do PIB da área do euro neste período (3,1% em 2022) (Gráfico I.2.1 – Painel A). No entanto, uma deterioração da atividade tornou-se mais plausível devido ao corte no fornecimento do gás russo à Europa (após a data de fecho das projeções do BCE). As hipóteses consideradas para a procura externa dirigida à economia portuguesa apontam para um abrandamento em 2022, ainda que inferior ao antecipado no *Boletim Económico* de junho, em resultado do melhor comportamento no primeiro semestre.

O aumento da inflação tem sido superior e mais persistente do que o esperado. A inflação continuou a aumentar à escala global, atingindo valores que não eram observados na generalidade das economias avançadas desde a década de 1980. Esta evolução da inflação levou a generalidade dos bancos centrais a alterar a orientação da política monetária (Caixa 1). Na área do euro, a subida da inflação reflete maioritariamente um aumento dos preços dos bens energéticos e alimentares, inicialmente em resultado da recuperação da procura global no período pós-pandémico e, mais recentemente, exacerbado pela invasão da Ucrânia. As pressões sobre os preços têm-se generalizado aos outros bens e serviços, refletindo uma transmissão mais rápida e mais forte das pressões sobre os custos de produção e, no caso dos serviços, os efeitos da reabertura da economia. As projeções do BCE de setembro apontam para uma inflação na área do euro superior a 9% até ao final do ano, implicando uma revisão em alta de 1,3 pp face ao projetado em junho e atingindo 8,1% em média anual em 2022 (8,4% no cenário adverso do BCE) (Gráfico I.2.1 – Painel B).

Gráfico I.2.1 • Projeções do BCE para a área do euro | Taxa de variação em cadeia do PIB e taxa de variação homóloga do IHPC



Fontes: BCE e Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (p) – projetado. Linhas a tracejado – projeção na data respetiva. O cenário adverso assume uma escalada e maior persistência das tensões geopolíticas relacionadas com invasão da Ucrânia, incluindo um corte total e por tempo indefinido do fornecimento de gás da Rússia à Europa, com margem muito reduzida de substituição, num contexto de um inverno mais rigoroso. Adicionalmente, este cenário incorpora um aumento da incerteza com impacto negativo nas condições financeiras e uma subida mais acentuada dos preços dos bens energéticos e alimentares.

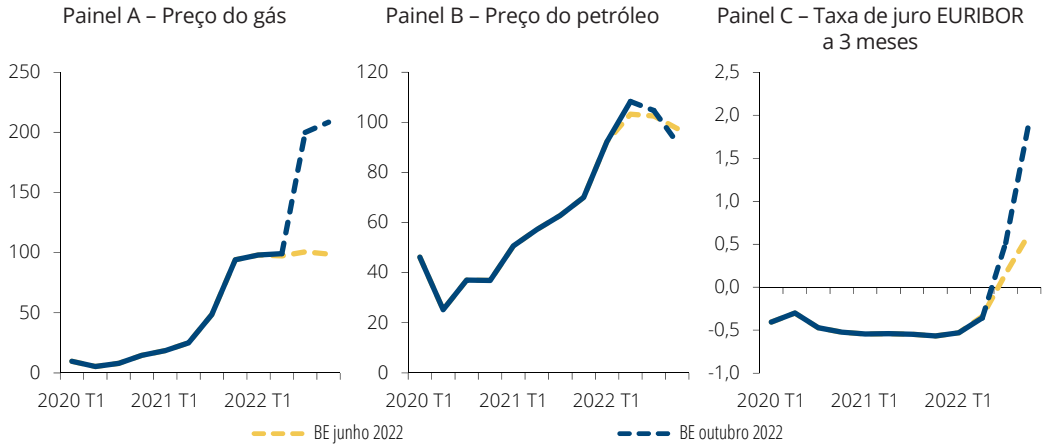
As hipóteses do exercício de projeção consideram a manutenção de preços elevados das matérias-primas energéticas até ao final do ano e uma subida das taxas de juro de curto prazo (Quadro I.2.1 e Gráfico I.2.2). O preço do gás volta a aumentar na segunda metade de 2022, atingindo níveis historicamente elevados (204 euros por *megawatt*-hora). O preço do petróleo inverte a trajetória ascendente, reduzindo-se nos dois últimos trimestres de 2022, mas continua a superar o preço médio de 2021. Face ao *Boletim Económico* de junho, os preços das matérias-primas energéticas em 2022 foram revistos em alta. As hipóteses para a taxa EURIBOR a 3 meses incorporam subidas na segunda metade do ano. Em 2022, esta taxa aumenta 0,9 pp face ao ano anterior, traduzindo-se numa variação superior à implícita nas hipóteses do exercício de junho. A taxa de câmbio nominal efetiva deprecia-se em 2022, mais do que o assumido no anterior Boletim.

Quadro I.2.1 • Hipóteses técnicas do exercício de projeção

		BE outubro 2022			BE junho 2022		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
Preços internacionais							
Preço do petróleo	vma	36,4	60,1	99,4	36,4	60,1	98,9
Preço do gás (MWh)	vma	9,4	46,6	151,5	9,4	46,6	98,8
Matérias-primas não energéticas	tva	1,3	37,4	20,5	1,3	37,4	26,3
Preço de importação dos concorrentes	tva	-2,2	7,8	15,7	-2,2	7,7	12,4
Condições monetárias e financeiras							
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,4	-0,5	0,4	-0,4	-0,5	0,0
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,2	1,9	1,9	2,2	1,9	2,0
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	3,3	1,2	-3,9	3,3	1,2	-3,4
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,14	1,18	1,05	1,14	1,18	1,07

Fontes: Banco de Portugal e Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual, MWh – *megawatt*-hora. As hipóteses técnicas consideram a informação disponível até 21 de setembro , exceto no caso dos preços das matérias-primas não energéticas e do preço de importação dos concorrentes (22 de agosto). Os preços internacionais apresentados são medidos em euros. A hipótese técnica para o preço do petróleo, gás e matérias-primas não energéticas assenta nos mercados de futuros. O preço de importação dos concorrentes corresponde a uma média ponderada dos deflatores de exportação dos países dos quais Portugal importa, ponderada pelo peso relativo destes nas importações portuguesas (para mais informação, ver "Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises: an overview", *ECB Occasional Paper* 108, março de 2010). A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expetativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. O índice de taxa de câmbio efetiva do euro é calculado face a um grupo de 42 países parceiros. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação.

Gráfico I.2.2 • Hipóteses técnicas do exercício de projeção para o preço do gás, do petróleo e para a taxa de juro de curto prazo | Em euros e percentagem

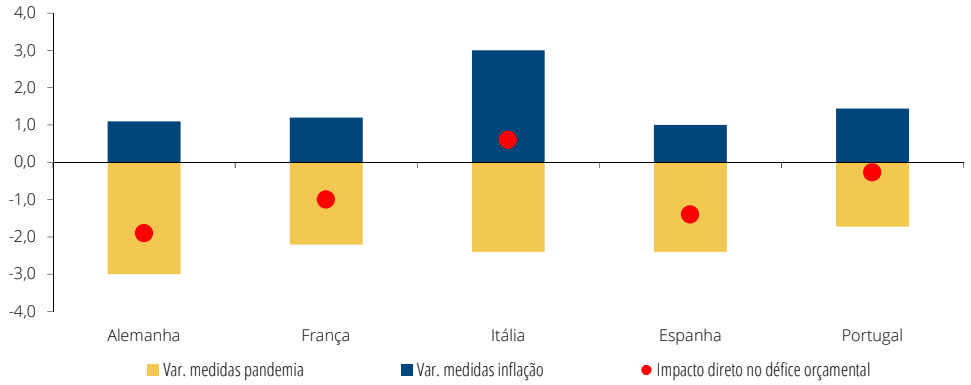


Fontes: Banco de Portugal e Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal).

A inversão da política monetária acomodatícia do BCE traduz-se num agravamento das condições monetárias e financeiras para a economia portuguesa. O aumento das taxas de juro diretoras do BCE transmitiu-se às taxas de juro dos novos empréstimos e dos empréstimos existentes indexados a uma taxa de referência. No caso das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos, destaca-se o aumento de 1,4 pp no crédito à habitação e 0,8 pp no crédito às empresas desde o início do ano, atingindo 3,7% e 2,7%, respetivamente, em agosto de 2022. A trajetória esperada de subida das taxas de juro dos empréstimos às sociedades não financeiras e a particulares no próximo ano — em linha com as expetativas implícitas em instrumentos de mercado — terá um impacto não negligenciável sobre o rendimento disponível das famílias e a situação financeira das empresas (Caixa 2). No entanto, não se antecipa que o rácio da despesa com juros sobre o rendimento das famílias ou sobre os resultados das empresas se aproxime dos valores máximos observados no passado. A redução registada no endividamento e o crescimento económico (nominal) entretanto ocorrido, com reflexos nos rendimentos das famílias e nos resultados das empresas, mitigam o efeito da taxa de juro.

O estímulo das políticas orçamentais deverá reduzir-se em 2022. O governo português, à semelhança da maioria dos países europeus, anunciou recentemente mais um pacote de medidas de mitigação do impacto da crise energética e da inflação sobre as famílias e empresas. Estima-se que este pacote, em conjunto com as medidas anteriormente tomadas, ascenda a 1,5% do PIB — uma dimensão semelhante ao de outras economias da área do euro (Gráfico I.2.3). No caso português as medidas já anunciadas anulam quase na totalidade o impacto da redução dos apoios associados ao choque pandémico, o que não se verifica noutras economias.

Gráfico I.2.3 • Impacto de medidas no défice orçamental de 2022 | Em percentagem do PIB



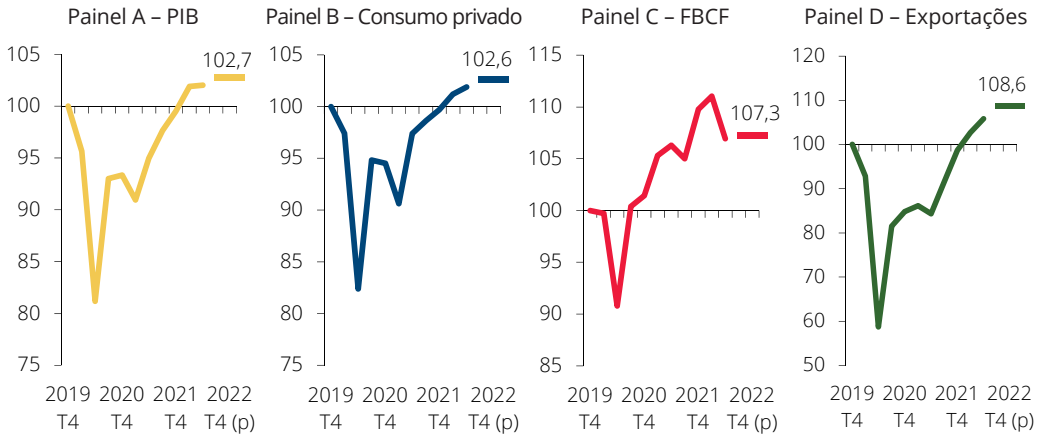
Fontes: Bancos Centrais Nacionais, Bruegel e Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A variação do impacto das medidas relacionadas com a pandemia no saldo orçamental baseia-se nas estimativas da Comissão Europeia subjacentes às Recomendações Específicas por País. Os impactos das medidas de mitigação da inflação referem-se às medidas anunciadas até ao final de setembro e baseiam-se em estimativas preliminares dos Bancos Centrais Nacionais e da Bruegel, com cálculos do Banco de Portugal.

3 Atividade e contas externas

O PIB acelera em 2022 (6,7%, após 5,5% em 2021), suportado pelo comportamento das exportações de turismo e, em menor grau, do consumo privado. Este crescimento está associado à recuperação da crise pandémica e reflete, em parte, um efeito positivo decorrente da evolução já observada em 2021 (o efeito de arrastamento, ou *carry-over*, tem um contributo de 3,9 pp para a taxa de variação de 2022). A composição do crescimento em 2022 contrasta com a dos anos anteriores

à crise pandémica, com um contributo mais significativo das exportações e do consumo privado, e um papel fraco do investimento. No final do ano, o PIB situa-se 2,7% acima do valor pré-pandémico (Gráfico I.3.1).

Gráfico I.3.1 • PIB e principais agregados da despesa | Índice 2019 T4 = 100



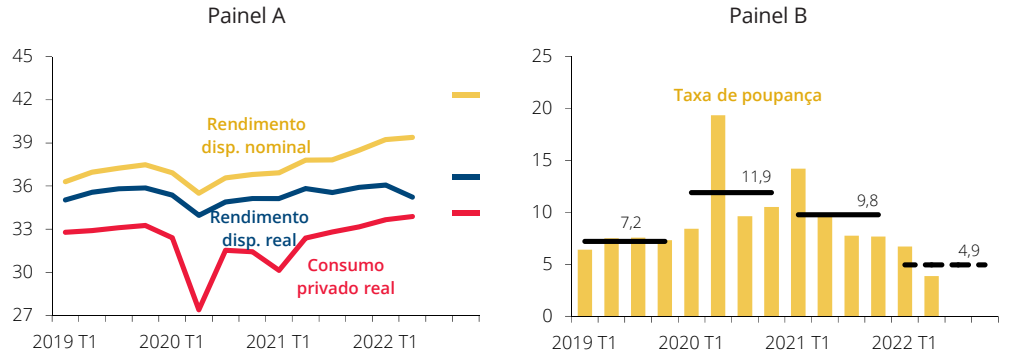
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Os traços no quarto trimestre correspondem a projeções.

O consumo privado cresce 5,5% em 2022 (4,7% no ano anterior), beneficiando do desvanecimento das restrições associadas à pandemia e da realização de compras adiadas. A trajetória de recuperação iniciada no segundo trimestre de 2021 mantém-se até ao final de 2022, embora a um ritmo menor (Gráfico I.3.2 – Painel A). Este abrandamento ocorre num quadro de aumento de incerteza e redução da confiança e reflete o impacto negativo crescente do aumento da inflação e das taxas de juro sobre o rendimento das famílias. Ainda assim, o consumo cresce ligeiramente na segunda metade do ano, suportado pelas medidas de apoio anunciadas pelo Governo em setembro — que sustentam as despesas correntes — e pelo desvanecimento dos constrangimentos no setor automóvel – com impacto positivo no consumo de bens duradouros. O efeito das medidas de apoio deverá ser significativo, tendo em conta a maior propensão a consumir do grupo de beneficiários. Ainda assim, a projeção incorpora uma forte recuperação da taxa de poupança no quarto trimestre, associada às medidas de apoio ao rendimento das famílias. Este comportamento de alisamento do consumo privado é essencial no atual contexto de incerteza, inflação elevada e perspetivas económicas menos favoráveis.

O rendimento disponível real estagna em 2022 (0,2%, após 2,2% em 2021), condicionado pelo perfil marcado da inflação. Em termos nominais, este agregado acelera de 3,6% para 6,5%, refletindo o comportamento das remunerações do trabalho — num contexto de crescimento do emprego e dos salários por trabalhador — e das transferências internas. As medidas anunciadas em setembro pelo Governo português deverão ter um contributo de 1,4 pp para a variação do rendimento disponível em 2022. O aumento das taxas de juro implica um aumento ligeiro do serviço da dívida em 2022, interrompendo a trajetória descendente visível desde 2012.

Em 2022, a taxa de poupança reduz-se de 9,8% para 4,9%, permitindo a aceleração do consumo num contexto de elevada inflação e estagnação do rendimento disponível real (Gráfico I.3.2 – Painel B). A redução da poupança para valores inferiores à média histórica é compatível com alguma diminuição da riqueza acumulada pelas famílias durante a pandemia. A deterioração das expectativas económicas a curto prazo e o aumento da incerteza deverá justificar um aumento da poupança por motivo de precaução, que será facilitado pelas medidas públicas de apoio ao rendimento das famílias

Gráfico I.3.2 • Consumo privado, rendimento disponível e taxa de poupança | Em milhares de milhões de euros e em percentagem



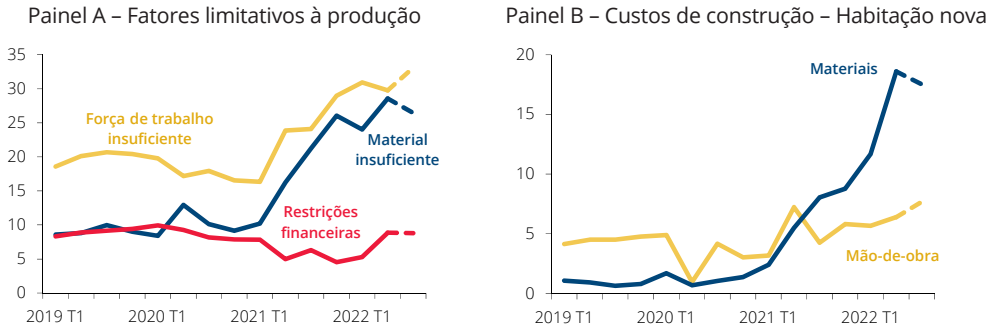
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. No painel A, os traços no quarto trimestre correspondem a projeções. No Painel B, as linhas correspondem ao valor anual, incluindo a projeção para 2022 (a tracejado).

O consumo público deverá crescer 2% em 2022, desacelerando face ao ano anterior (4,6%). Este crescimento reflete um abrandamento do emprego público em linha com o observado na primeira metade do ano (1,8% que compara com 3% em 2021), a que acresce algum impacto da recuperação das horas trabalhadas para níveis pré-pandemia. Por seu turno, as despesas com bens e serviços deverão manter-se estáveis. O desvanecimento do impacto temporário na despesa associado ao combate à pandemia e à recuperação das vendas no setor público é compensado pela implementação do PRR, ainda que revista em baixa, e pelo aumento da despesa de caráter permanente, nomeadamente no setor da saúde.

O investimento desacelera, crescendo apenas 0,8% em 2022 (8,7% em 2021), num contexto de restrições de oferta, aumento dos custos de produção, agravamento das condições de financiamento, baixa execução dos fundos do PRR e elevada incerteza. Estes fatores pesam na evolução do investimento empresarial, antecipando-se uma relativa estabilização em 2022, após uma variação de 7,1% no ano anterior e um crescimento acumulado de quase 50% desde 2015. O investimento em habitação também abranda este ano, com o impacto do aumento da inflação e das taxas de juro sobre a procura a reforçar os fatores limitativos do lado da oferta. O mesmo sucede com o investimento público, com um menor impacto do PRR face ao anteriormente esperado (Caixa 3). Por tipo de ativo, os sinais de desaceleração são extensíveis a todas as componentes, destacando-se a evolução do investimento em construção, que representa quase metade do total, num contexto de constrangimentos relacionados com a falta de pessoal especializado e materiais, cujos custos continuam a aumentar (Gráfico I.3.3).

As exportações de bens e serviços mantêm um dinamismo elevado em 2022 (17,9%, após 13,5%), acima da procura externa, implicando ganhos adicionais de quota de mercado. Esta evolução é impulsionada pelas exportações de serviços, em particular os relacionados com o turismo. Em 2022, as exportações de turismo crescem cerca de 86%, refletindo, em larga medida, um efeito de arrastamento associado ao dinamismo do ano anterior. Ao longo do ano, as exportações de turismo mantêm o perfil de recuperação, mas a um ritmo menor (Gráfico I.3.4). O comportamento das exportações de turismo continua a beneficiar do levantamento gradual das restrições associadas à pandemia e da realização de despesas adiadas, não obstante alguns riscos associados à perda de poder de compra a nível global (Caixa 4). Este agregado ultrapassa o nível pré-pandemia no terceiro trimestre de 2022.

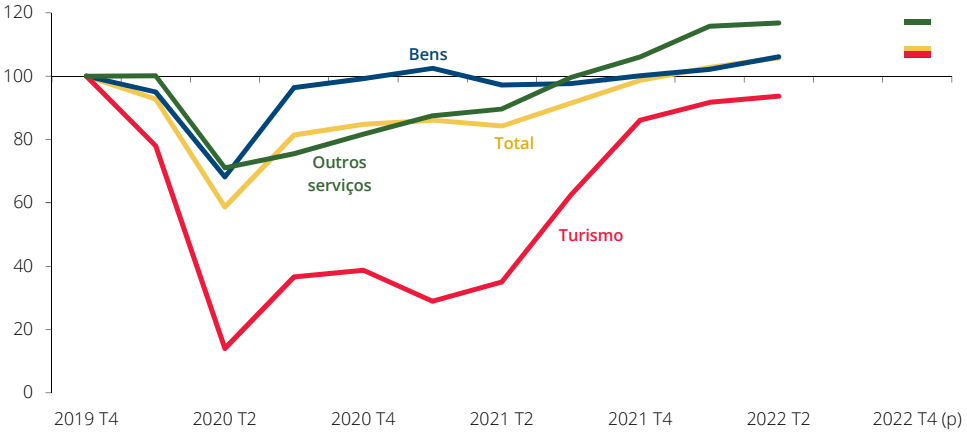
Gráfico I.3.3 • Construção – Fatores limitativos e custos de construção | Número de empresas e taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Comissão Europeia e INE. | Notas: No Painel A, os valores para o terceiro trimestre de 2022 (a tracejado) correspondem à média das observações de julho e agosto. No Painel B, os valores para o terceiro trimestre de 2022 (a tracejado) correspondem à taxa de variação homóloga de julho.

O crescimento das exportações de bens reduz-se em 2022, de 10,8% para 6%, num enquadramento internacional menos favorável. Na primeira metade do ano, as exportações de bens mantiveram um crescimento robusto (em taxa de variação em cadeia), beneficiando do aumento da procura de bens energéticos, num contexto pós-pandémico, e do alívio das disrupções associadas à escassez de materiais na indústria automóvel. Na segunda metade do ano, a desaceleração da procura externa, reforçada pelos efeitos do corte do fornecimento de gás da Rússia à Europa, limitam a evolução deste agregado, antecipando-se uma relativa estabilização.

Gráfico I.3.4 • Exportações de bens e serviços | Índice 2019 T4 =100



Fontes: Banco de Portugal e INE . | Notas: (p) – projetado. Os traços no quarto trimestre correspondem a projeções.

As importações totais desaceleram em 2022 (10,8%, após 13,3% no ano anterior), em linha com a procura global ponderada pelos conteúdos importados. Esta evolução é extensível às componentes de bens e serviços excluindo turismo. As importações de turismo aceleram em 2022, ultrapassando o nível pré-pandémico no terceiro trimestre.

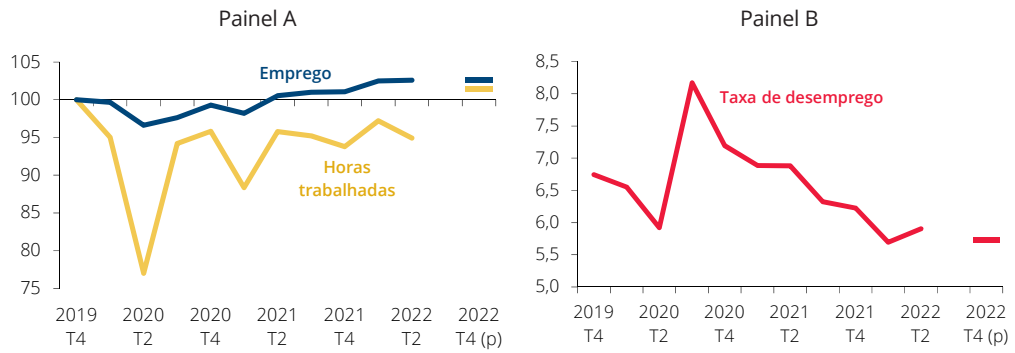
O excedente da balança corrente e de capital permanece em 0,6% do PIB em 2022. O défice da balança de bens e serviços reduz-se em 2022 (de -2,7% para -1,9% do PIB), refletindo um efeito volume positivo associado à forte recuperação do turismo, parcialmente contrariado por um efeito

negativo da variação dos termos de troca, devido essencialmente ao aumento do preço dos bens energéticos. Em contraste, o excedente das balanças de rendimentos e de capital reduz-se este ano (de 3,2% para 2,4% do PIB), refletindo o aumento do pagamento de dividendos ao exterior e a dissipação de um efeito base associado à devolução por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. A reduzida execução dos projetos associados ao PRR na primeira metade do ano sinaliza riscos em baixa na projeção para o saldo líquido da entrada de fundos europeus em 2022.

4 Mercado de trabalho e preços

O mercado de trabalho mantém um desempenho notável, apesar de alguns sinais de moderação ao longo do ano (Gráfico I.4.1). Em 2022, o emprego acelera face ao ano anterior (2,3%, após 1,9% em 2021), refletindo a evolução do emprego por conta de outrem. As horas trabalhadas crescem 5,1% (3,1% em 2021), ultrapassando o nível pré-pandemia no final do ano. A taxa de atividade aumenta, contribuindo para prolongar o crescimento sustentado da oferta de trabalho nos últimos anos. Em termos intra-anuais, após um crescimento de 1,4% no primeiro trimestre, o emprego apresenta variações próximas de zero até ao final do ano. Esta evolução é corroborada pela deterioração das expectativas de emprego, generalizada aos principais setores.

Gráfico I.4.1 • Emprego, horas trabalhadas e taxa de desemprego | Índice 2019 T4 = 100 e nível, em percentagem

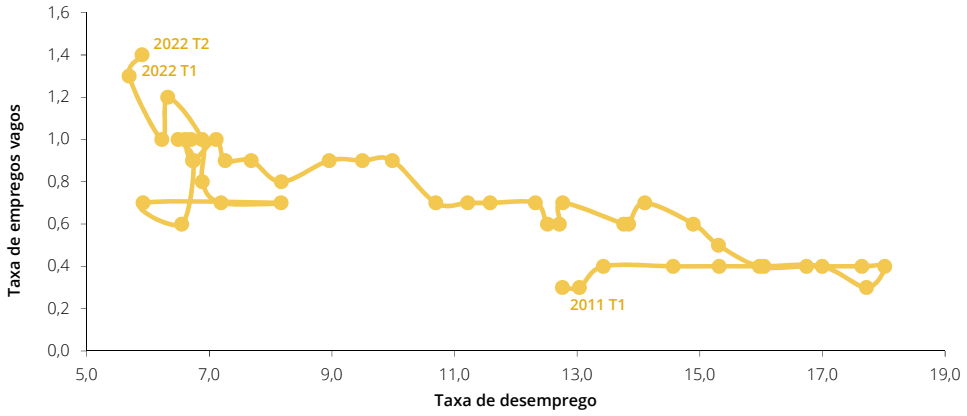


Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Os traços no quarto trimestre correspondem a projeções.

A redução das margens disponíveis no mercado de trabalho acentuou-se em 2022. Após uma redução em 2021 para 6,6%, a taxa de desemprego diminui novamente em 2022, situando-se em 5,8%, valor historicamente baixo. Em termos trimestrais, apesar do arrefecimento da atividade, a taxa de desemprego permanece relativamente estável ao longo do ano (Gráfico I.4.1 – Painel B). Este comportamento poderá refletir a necessidade de as empresas reterem os seus trabalhadores, num contexto de escassez de oferta de trabalho. O número de indivíduos não empregados que pretendem trabalhar mas não fazem diligências ativas de procura (desencorajados) encontra-se em mínimos históricos. A percentagem de empresas que reporta dificuldades em contratar pessoal qualificado mantém a trajetória ascendente no terceiro trimestre de 2022, sendo o aumento particularmente notório no setor dos serviços. Simultaneamente, o número de empregos vagos (isto é, criados pela primeira vez, não ocupados ou prestes a ficar vagos) em cada trimestre tem vindo a aumentar, atingido valores historicamente altos no segundo trimestre. A curva de Beveridge, que relaciona

a taxa de empregos vagos com a taxa de desemprego, mostra que, embora a taxa de desemprego tenha apresentado uma relativa estabilização na primeira metade de 2022, a taxa de empregos vagos aumentou (Gráfico I.4.2). Esta relação poderá sinalizar incompatibilidades entre a procura e a oferta de emprego, o que ajuda a explicar o aumento do desemprego de longa duração (cerca de 55% do desemprego total no segundo trimestre de 2022, face a 50% no período pré-pandemia).

Gráfico I.4.2 • Curva de Beveridge – Taxa de desemprego e taxa de empregos vagos | Em percentagem



Fontes: INE e Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social – Gabinete de Estratégia e Planeamento. | Nota: A taxa de empregos vagos corresponde ao rácio entre o número de empregos vagos e o número total de empregos (isto é, já preenchidos ou por preencher), multiplicado por 100.

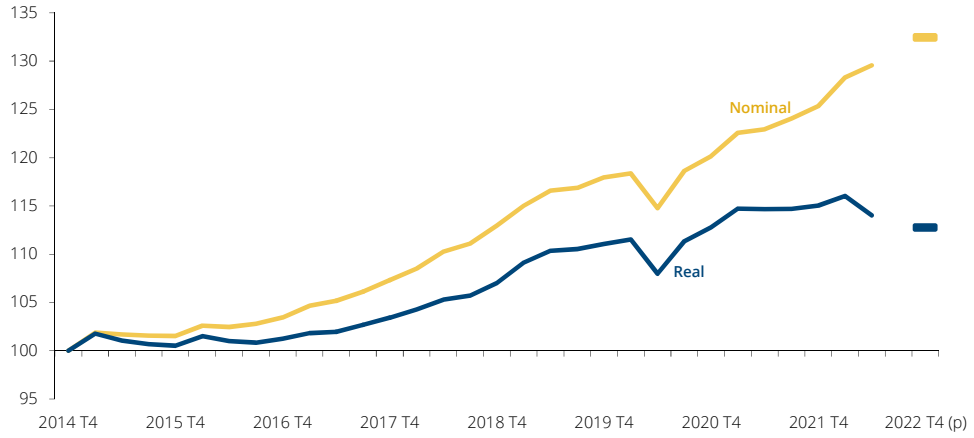
Os salários por trabalhador no setor privado crescem 5,4% (4,9% em 2021), implicando uma queda em termos reais no ano, mas mantendo ganhos reais face a 2019 (Gráfico I.4.3). Este crescimento incorpora o aumento de 6% do salário mínimo no início do ano e refletirá também um elevado dinamismo dos salários ao longo de toda a distribuição. De facto, a evolução do salário médio, num contexto de crescimento significativo do emprego, é compatível com variações bastante superiores dos salários individuais, dada a presença de fortes efeitos de composição negativos (o aumento do emprego estará a ser mais concentrado nos escalões salariais mais baixos). A subida abrupta e não antecipada da inflação ao longo do ano pode justificar pressões reduzidas sobre os salários em 2022. Adicionalmente, cerca de 80% dos salários são definidos no âmbito de instrumentos de regulamentação coletiva em Portugal, o que pode introduzir um elemento de rigidez na transmissão da inflação aos salários.

A inflação aumenta significativamente ao longo de 2022, situando-se em 7,8% no ano (0,9% em 2021). Este é o valor mais elevado desde 1993. Excluindo os bens energéticos, os preços no consumidor crescem 6,4% em 2022 (0,4% em 2021). O diferencial face à área do euro estreita-se, mas permanece negativo este ano (-0,4 pp), refletindo uma subida menos pronunciada dos preços dos bens energéticos em Portugal. Porém, excluindo esta componente, o diferencial torna-se positivo (1,5 pp). Esta diferença, visível desde o primeiro trimestre do ano, está associada ao maior dinamismo dos preços dos bens alimentares em Portugal, ao seu maior peso no cabaz de consumo (26% em Portugal face a 21% na área do euro), bem como à recuperação mais pronunciada dos preços dos serviços, em particular os relacionados com o turismo.

Na primeira metade de 2022, a inflação em Portugal manteve a trajetória ascendente iniciada em meados de 2021 (Quadro I.4.1). Este perfil é comum às componentes de bens e serviços,

não obstante o maior dinamismo dos preços dos bens tipicamente mais voláteis — alimentares e energéticos. As medidas de inflação subjacente[2] mostram que o aumento da inflação é generalizado — estendendo-se já às componentes do IHPC mais estáveis —, o que sugere que as subidas observadas terão um carácter mais persistente do que antecipado.

Gráfico I.4.3 • Salários por trabalhador no setor privado | Índice 2014 T4 = 100



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Salários deflacionados com o deflator do consumo privado. Os traços no quarto trimestre correspondem a projeções.

O comportamento dos preços reflete fatores relacionados e que se reforçam mutuamente, com destaque para as pressões de origem externa. No caso dos bens, sobressaem os constrangimentos do lado da oferta, uma transmissão mais acentuada do que no passado do aumento dos custos na cadeia de produção aos preços finais e, em menor grau, os efeitos da depreciação do euro. A invasão da Ucrânia acentuou estes efeitos, com impacto direto sobre os preços dos bens energéticos e alimentares, que influenciam posteriormente outras componentes. No caso do preço dos bens energéticos, a somar ao dinamismo dos preços do petróleo, gás e eletricidade (parcialmente mitigados por medidas fiscais), tem-se assistido também a um aumento das margens de refinação. Para a subida do preço dos serviços têm contribuído os efeitos associados à reabertura da economia, à recuperação do turismo e ao aumento da procura em parte associada à concretização de despesas adiadas durante a pandemia. O crescimento do preço dos bens reforça as pressões ascendentes sobre os preços de alguns serviços, quando estes são matérias-primas relevantes na sua prestação. Em contrapartida, a redução das margens disponíveis no mercado de trabalho parece não ter ainda um impacto significativo sobre a evolução dos preços, com os custos unitários do trabalho a apresentarem um contributo moderado para a inflação.

2. Para mais detalhes consultar a caixa "Medidas de inflação subjacente" do *Boletim Económico* de maio de 2022.

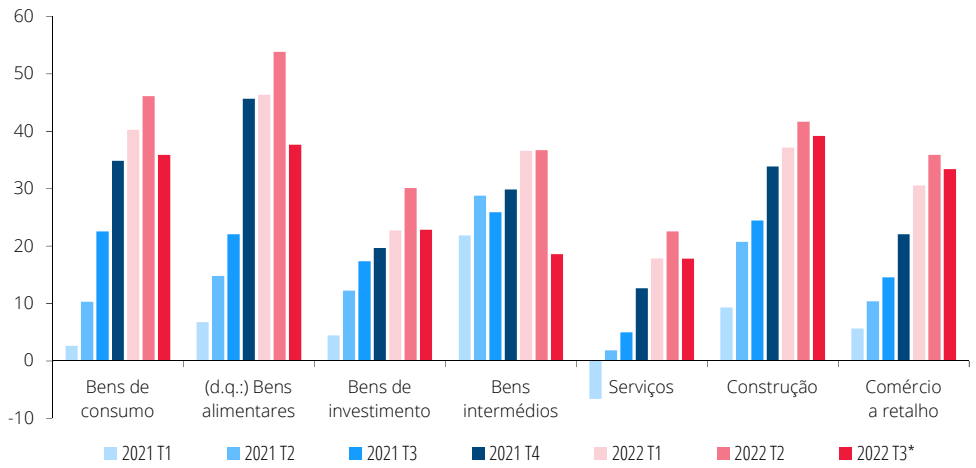
Quadro I.4.1 • IHPC e componentes | Taxa de variação homóloga, em percentagem (exceto onde indicado)

	2020	2021	2022 (p)	2021				2022	
				T1	T2	T3	T4	T1	T2
IHPC	-0,1	0,9	7,8	0,2	-0,1	1,2	2,4	4,4	8,2
IHPC excluindo energéticos	0,3	0,4	6,4	0,3	-0,8	0,5	1,5	3,4	6,4
Bens alimentares	1,8	0,8	10,2	0,8	0,0	0,7	1,5	4,7	10,4
Bens energéticos	-5,2	7,5	24,5	-1,8	9,4	9,8	13,2	15,9	28,9
Bens industriais não energéticos	-1,3	0,8	4,8	0,4	1,3	0,7	0,8	3,0	4,2
Serviços	0,4	0,0	5,0	0,0	-2,4	0,4	2,0	2,9	5,3
Contributos para o total (pp):									
Bens alimentares	0,5	0,2	2,6	0,2	0,1	0,2	0,4	1,2	2,7
Bens energéticos	-0,4	0,6	2,0	-0,1	0,7	0,8	1,0	1,3	2,3
Bens industriais não energéticos	-0,3	0,2	1,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,8	1,1
Serviços	0,2	-0,1	2,0	0,0	-1,1	0,1	0,8	1,2	2,1
Por memória:									
IHPC – área do euro	0,3	2,6	8,2	1,1	1,8	2,8	4,6	6,1	8,0
IHPC excluindo energéticos – área do euro	1,0	1,5	4,9	1,2	0,8	1,5	2,4	3,0	4,6

Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

As pressões inflacionistas permanecem elevadas na segunda metade do ano, não obstante alguns sinais de alívio. As expetativas de preços dos empresários registaram uma inflexão no período recente (Gráfico I.4.4). As hipóteses para o segundo semestre apontam para novos aumentos fortes do preço do gás, mas para quedas em cadeia do preço do petróleo — embora permaneça acima do valor médio de 2021. O abrandamento da atividade e o desvanecimento de alguns constrangimentos nas cadeias de fornecimento também contribuem para atenuar as pressões inflacionistas. Neste contexto, a inflação mantém-se acima de 9% na segunda metade do ano, atingindo o ponto máximo no terceiro trimestre (9,5%) e diminuindo ligeiramente no final do ano.

Gráfico I.4.4 • Expectativas de preços nos próximos 3 meses | Saldo de respostas extremas



Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: * O terceiro trimestre de 2022 é composto pela média dos meses já observados, julho e agosto.

Este dinamismo dos preços em 2022 tem impacto no poder de compra das famílias. Estima-se que o custo de aquisição de um cabaz básico de bens alimentares, calculado a partir de preços

de venda em plataformas online, tenha aumentado cerca de 15% entre outubro de 2021 e agosto de 2022 (Caixa 5). As estimativas de inflação para famílias de diferentes quintis de rendimento — que têm em conta as diferenças no cabaz de consumo — são muito similares, mas a origem do aumento dos preços é diferente, predominando o contributo dos preços dos bens essenciais nos agregados familiares de menor rendimento (Caixa 6).

O deflator do PIB cresce 4,4% em 2022 (1,4% em 2021), refletindo um aumento mais forte do deflator da procura interna, parcialmente mitigado por uma perda de termos de troca (o deflator das importações de bens e serviços cresce 18%, mais de 3 pp acima do das exportações). Esta evolução do deflator do PIB — que aproxima as pressões internas sobre os preços — está associada a uma recuperação das margens de lucro das empresas.

5 Considerações finais

A economia portuguesa cresce 6,7% em 2022 num contexto de recuperação da crise pandémica. Os efeitos negativos da agressão militar russa na Ucrânia foram-se acentuando ao longo do ano, implicando uma relativa estabilização da atividade a partir do segundo trimestre. Estes efeitos serão mais notórios em 2023, antecipando-se uma desaceleração significativa face a 2022, desde logo com um efeito de arrastamento que passa de 3,9 pp para 0,5 pp.

A deterioração das perspetivas de curto prazo para a economia portuguesa está associada às repercussões da invasão da Ucrânia — a necessidade de racionamento de energia na Europa durante o inverno, a manutenção de preços elevados deste tipo de matérias-primas e o aumento da incerteza. Paralelamente, a manutenção de pressões inflacionistas generalizadas e persistentes tem conduzido a uma atuação restritiva da política monetária a nível global. O enquadramento externo e financeiro mais desfavorável e o choque sobre o poder de compra das famílias implicam uma evolução mais adversa do PIB nos próximos trimestres.

Neste contexto, é urgente promover uma utilização efetiva e eficaz dos fundos do PRR e acelerar a prossecução das reformas no seu âmbito, o que contribuirá para inverter a desaceleração recente do investimento privado e público e sustentar a atividade económica no curto e no médio prazo.

A perda acumulada de termos de troca da economia portuguesa em 2021 e 2022 não tem precedente desde a adoção do euro, implicando uma perda de rendimento real da economia, que deve ser partilhada por todos os agentes. Neste contexto adverso, os mecanismos de indexação à inflação devem ser reavaliados, tendo em conta a importância de ancorar as expectativas dos agentes no objetivo de médio prazo do BCE.

A coordenação dos agentes para preservar o regime de baixa inflação evitará a materialização de aumentos das margens das empresas e de salários geradores de pressões persistentes sobre os preços. A resposta de políticas nestas circunstâncias está bem definida. A normalização da política monetária prosseguirá, ao ritmo necessário para conter as pressões inflacionistas. A política orçamental deverá atender ao facto de os choques sobre os preços não afetarem da mesma forma todas as famílias ou empresas/setores de atividade. Assim, medidas temporárias e específicas para amortecer o seu impacto sobre os segmentos mais vulneráveis poderão ser necessárias, em particular numa inversão do ciclo económico.

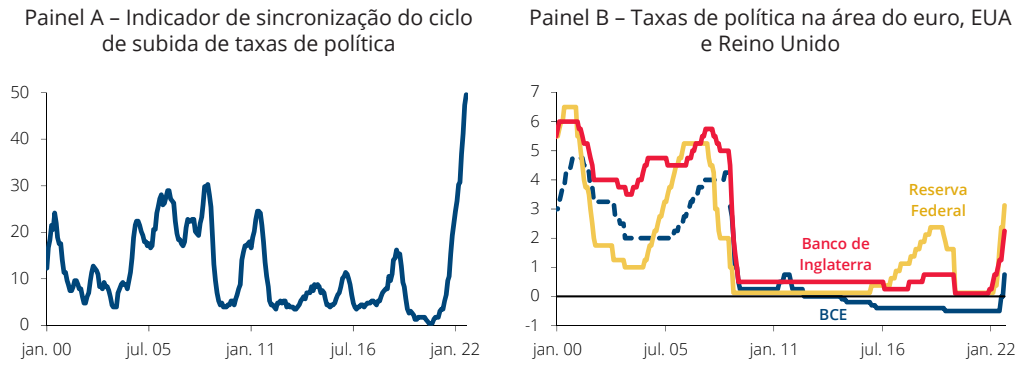
Caixa 1 • Alteração da orientação da política monetária em 2022

A política monetária dos principais bancos centrais alterou-se de forma decisiva em 2022. Durante a última década, a política monetária manteve em geral uma orientação muito acomodatícia. Num contexto de inflação e taxas de juro reais baixas, os bancos centrais mantiveram as taxas de juro nominais próximas do seu limite inferior e adotaram um conjunto alargado e sem precedentes de medidas de expansão quantitativa do balanço. O aumento repentino e persistente da inflação observado desde a segunda metade de 2021 levou os principais bancos centrais a reduzir o grau de acomodação e, nalguns casos, a apertar as condições monetárias e financeiras.

A crise pandémica e a invasão da Ucrânia aumentaram significativamente a volatilidade macroeconómica e alteraram o contexto prolongado de inflação baixa. A queda forçada e abrupta da atividade com o eclodir da pandemia teve um efeito inicial de redução da inflação. No entanto, à medida que as economias reabriram, suportadas por apoios orçamentais significativos e condições monetárias e financeiras muito favoráveis, o aumento da procura global enfrentou constrangimentos vários do lado da oferta, que resultaram no maior aumento da inflação à escala global dos últimos 40 anos, para um valor próximo de 10% em muitas economias avançadas.

A generalidade dos bancos centrais subiu as taxas de juro de política dos mínimos observados nos últimos anos. Depois de vários anos em que os bancos centrais recorreram sobretudo a instrumentos não convencionais de política monetária, em 2022 voltaram a conduzir a política monetária primordialmente através de alterações das taxas de juro diretoras. O atual ciclo de subida de taxas apresenta uma elevada sincronização. Numa amostra de 38 bancos centrais, 32 subiram taxas nos primeiros oito meses de 2022 e, em média, quase metade dos bancos centrais tomou uma decisão de subida de taxas por mês (Gráfico C1.1, Painel A). Destacam-se a Reserva Federal e o Banco de Inglaterra, que aumentaram as suas taxas diretoras em mais de 2 pontos percentuais até setembro, para um intervalo entre 3% e 3,25% e para 2,25%, respetivamente (Gráfico C1.1, Painel B).

Gráfico C1.1 • Indicador de sincronização do ciclo de subida de taxas de política e taxas de política na área do euro, EUA e Reino Unido | Em percentagem



Fontes: Banco de Compensações Internacionais (BIS), Banco Central Europeu, Reserva Federal e Banco de Inglaterra (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Indicador de sincronização do ciclo de subida de taxas de política – percentagem de bancos centrais que subiram taxas de política no último mês (média móvel a seis meses), a partir de uma amostra de 38 bancos centrais de economias avançadas e emergentes. No caso do BCE considera-se como taxa de política a taxa das operações principais de refinanciamento (MRO) até setembro de 2008 (a tracejado) e a taxa da facilidade permanente de depósito (DFR) a partir de outubro de 2008, mês em que o BCE introduziu o procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total (FRFA) e em que o excesso de liquidez do Eurosistema ultrapassou pela primeira vez €100 mil milhões. No caso da Reserva Federal considera-se o objetivo para a taxa dos *fed funds* até novembro de 2008 e o ponto médio do intervalo adotado como objetivo para esta taxa a partir de dezembro de 2008. No caso do Banco de Inglaterra considera-se a *Bank rate*. Últimas observações: Painel A – agosto de 2022; Painel B – setembro de 2022.

Na área do euro, o BCE subiu as taxas de política em julho e setembro, após sucessivas revisões em alta da inflação projetada para valores acima do seu objetivo. O desfasamento temporal do aumento da inflação na área do euro em comparação com outras economias avançadas, a par de expetativas de inflação ancoradas e da ausência de efeitos sobre os salários, levou o BCE a manter uma política acomodatícia durante mais tempo. Em junho, no entanto, dada a evidência de pressões inflacionistas mais intensas e generalizadas e a indicação de que a inflação se manteria elevada durante mais tempo (a projeção apontava para 2,1% em 2024), o Conselho do BCE anunciou que estavam criadas as condições para aumentar as taxas de juro, em conformidade com a *forward guidance* previamente anunciada. Tal veio a confirmar-se com duas subidas consecutivas de 50 pb e 75 pb nas reuniões de julho e setembro, respetivamente.

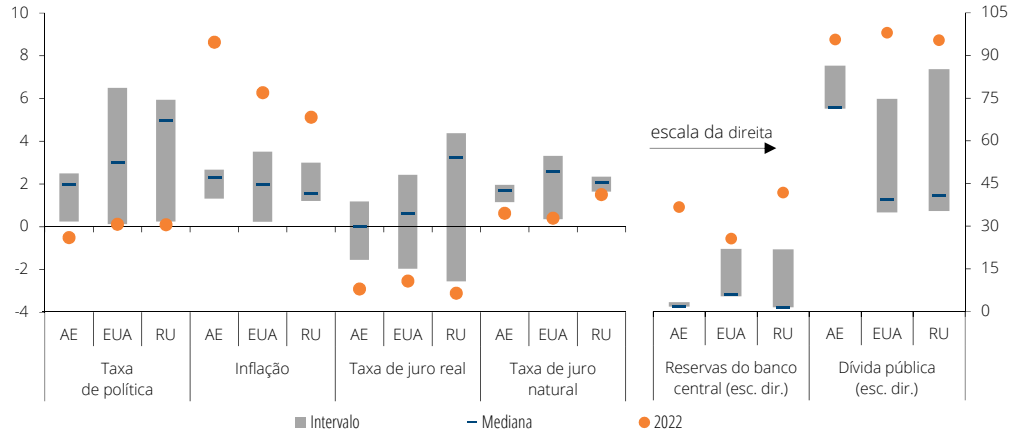
As condições de partida do atual ciclo de subidas de taxas de política são distintas das observadas noutros episódios recentes (Gráfico C1.2). No caso atual, a subida de taxas ocorre depois de um aumento muito significativo da inflação, que não tem precedentes no período em que os bancos centrais orientaram a condução da política monetária por um objetivo explícito para a inflação (*inflation targeting*).[3] Num contexto em que a subida da inflação em grande medida decorre de constrangimentos do lado da oferta, uma reação de política mais prudente e gradual tende a ser preferível. No entanto, existindo também pressões do lado da procura a influenciar a subida dos preços, uma subida mais rápida das taxas que reduza os riscos de que a inflação permaneça demasiado tempo acima do objetivo pode revelar-se necessária. Os bancos centrais são hoje confrontados com esta escolha, num contexto de grande incerteza sobre a composição e a persistência dos choques que afetam a inflação e em que a taxa de juro natural (a taxa de juro real que prevalece na ausência de choques transitórios ou de rigidez nominal) é significativamente inferior à observada em ciclos anteriores.

A diminuição secular da taxa de juro natural nas últimas décadas sugere que o atual ciclo de subida de taxas de política poderá terminar num valor inferior ao observado em episódios anteriores. Tendo em conta o objetivo de inflação de 2% comum aos três bancos centrais aqui considerados, uma taxa de juro natural em torno de 0%, como estimado para estas economias,[4] implicaria uma taxa de juro neutral (taxa de política consistente com uma orientação neutra da política monetária, e igual à soma da taxa de juro natural com o objetivo de inflação) em torno de 2%. As expetativas de mercado atuais sugerem que a taxa de política irá continuar a subir nos próximos meses, permanecendo temporariamente acima do seu nível neutral nos EUA e no Reino Unido e podendo também vir a ultrapassar esse nível na área do euro.

3. No caso da Reserva Federal, o objetivo explícito de inflação só foi adotado em 2012. No entanto, a literatura tem associado o período de redução significativa da volatilidade macroeconómica nos EUA que ficou conhecido como "grande moderação", iniciado em meados da década de 1980, à condução da política monetária com o objetivo de garantir inflação baixa (ver Stock, J. e Watson, M. (2003), "Has the Business Cycle Changed and Why?", *NBER Macroeconomics Annual 2002*, Vol. 17, pp. 159-230).

4. A taxa de juro natural é uma variável não observável difícil de estimar com precisão. A literatura propõe diferentes abordagens que, não sendo necessariamente coincidentes no nível, geralmente concordam que existiu uma trajetória de redução sustentada desde a década de 1980. No caso da área do euro, as estimativas mais recentes apontam para um valor entre -1% e 0%, um pouco inferior ao estimado para os EUA e o Reino Unido (ver Brand, C., Bielecki, M., e Penalver, A. (eds.) (2018). "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy". *ECB Occasional Paper Series* No 217).

Gráfico C1.2 • Comparação do início do ciclo de subida de taxas de política na área do euro, EUA e Reino Unido com outros episódios observados desde a década de 1980 | Em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu, Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Eurostat, Federal Reserve Economic Data (FRED), Federal Reserve Bank of Philadelphia e Federal Reserve Bank of New York (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Intervalo e mediana – valores mínimo, máximo e mediano de cada variável no mês/trimestre que precedeu o início de ciclos anteriores de subida de taxas de política. Incluem-se os ciclos de subida observados desde a criação do BCE (3 episódios), após o início do período conhecido como "grande moderação" no caso da Reserva Federal (1984) e após a adoção de um objetivo explícito de inflação por parte do Banco de Inglaterra (1992) (5 episódios em cada caso). Taxa de política — no caso do BCE considera-se a taxa das operações principais de refinanciamento (MRO) até setembro de 2008 e a taxa da facilidade permanente de depósito (DFR) a partir de outubro de 2008. No caso da Reserva Federal considera-se o objetivo para a taxa dos *fed funds* até novembro de 2008 e o ponto médio do intervalo adotado como objetivo para esta taxa a partir de dezembro de 2008. Inflação — taxa de variação homóloga do IHPC (área do euro), do deflator do consumo privado (EUA) e do IPC (Reino Unido). Taxa de juro real — diferença entre a taxa de política e a expetativa de inflação a 1 ano do inquérito a analistas profissionais (área do euro e EUA) e a analistas externos (Reino Unido). Taxa de juro natural estimada por Holston, Laubach e Williams (2017). No ciclo atual, assume-se o último valor estimado por estes autores para o 2.º trimestre de 2020. Reservas do banco central e dívida pública — em percentagem do PIB do ano terminado no trimestre correspondente.

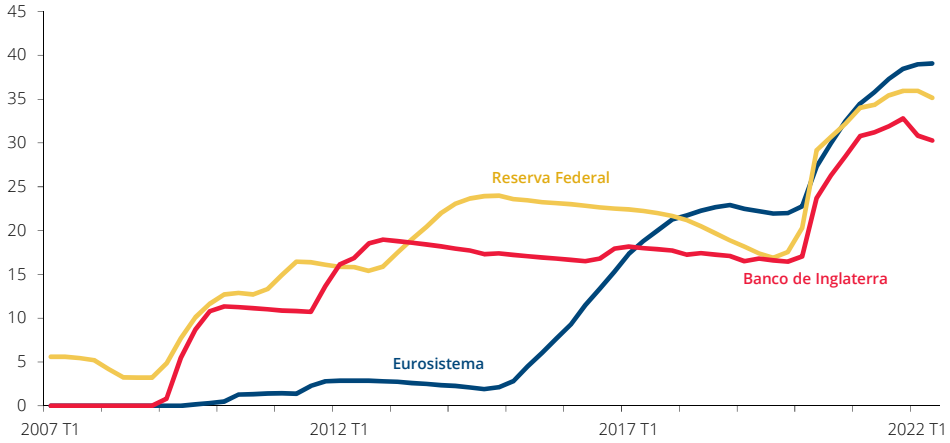
O contexto atual de excesso de liquidez coloca desafios adicionais à condução da política monetária. Contrariamente ao observado na maioria dos episódios anteriores, os bancos centrais atuam hoje num regime de reservas excedentárias elevadas que foram criadas para sustentar os programas de estímulo quantitativo através da aquisição de ativos e de operações de financiamento do sistema bancário (Gráfico C1.2). A transmissão da subida das taxas de política aos diferentes segmentos de mercado poderá ser mais incerta, justificando uma monitorização contínua do impacto da reorientação de política.

A maioria dos bancos centrais terminou os seus programas de compra líquida de ativos, iniciando em alguns casos um processo de redução gradual dos títulos em carteira (Gráfico C1.3). A Reserva Federal terminou as compras líquidas de títulos para fins de política monetária em março deste ano, coincidindo com o mês da primeira subida de taxas. Na reunião de maio, anunciou a intenção de reinvestir apenas parcialmente o montante de títulos a vencer em cada mês a partir de junho, acelerando o processo de redução de títulos em carteira a partir de setembro. O Banco de Inglaterra terminou as compras líquidas ainda em 2021 e anunciou o fim dos reinvestimentos em fevereiro de 2022, sinalizando mais recentemente a intenção de vender títulos de dívida pública no mercado secundário após a reunião de setembro.[5] Na área do euro, o BCE terminou as compras

5. No dia 28 de setembro, o Banco de Inglaterra anunciou a intenção de conduzir compras temporárias de títulos de dívida pública de longo prazo (com maturidade residual superior a 20 anos) para restaurar o funcionamento do mercado secundário e conter riscos de estabilidade financeira, adiando o processo de vendas para o final de outubro.

líquidas de ativos no final de junho, mas manteve o compromisso de reinvestir na totalidade os títulos vencidos do programa de compras devido à emergência pandémica (na sigla inglesa, PEPP – *pandemic emergency purchase programme*) e do programa de compra de ativos (na sigla inglesa, APP – *asset purchase programme*). Adicionalmente, reforçou a aplicação de flexibilidade nos reinvestimentos do PEPP, possibilitando que o montante de títulos vencidos numa jurisdição possa ser reinvestido noutra jurisdição, caso as condições de mercado assim o justifiquem.

Gráfico C1.3 • Saldo de títulos adquiridos para fins de política monetária na área do euro, EUA e Reino Unido | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco Central Europeu, Reserva Federal e Banco de Inglaterra (cálculos do Banco de Portugal). Última observação: 2.º trimestre de 2022.

O BCE anunciou em julho a criação de um novo instrumento de proteção da transmissão da política monetária (na sigla inglesa, TPI – *Transmission Protection Instrument*) a todos os países da área do euro. No âmbito deste instrumento, o Eurosistema poderá adquirir títulos de dívida pública no mercado secundário em jurisdições que possam experimentar alguma deterioração das condições financeiras não explicada por fatores fundamentais, desde que sejam verificados critérios que assegurem a prossecução de políticas orçamentais e macroeconómicas sustentáveis nestas jurisdições. Este instrumento sublinha o compromisso do BCE em assumir um papel de garante de última instância (*backstop*) na provisão de liquidez no mercado de dívida soberana, que minimize a ocorrência de crises de expetativas e garanta a unicidade da política monetária, uma condição necessária para o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços do BCE.[6]

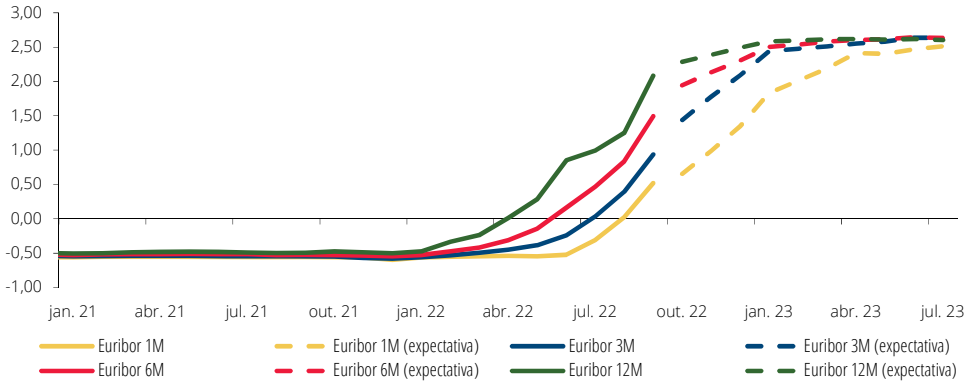
6. Ver Cardoso da Costa, J. e Gomes, S. (2021). "Preservar o mecanismo de transmissão da política monetária para alcançar a estabilidade de preços", em Abreu, I. e Valle e Azevedo, J. (eds.), Perspetivas sobre a revisão da estratégia de política monetária do BCE, Banco de Portugal, julho de 2021.

Caixa 2 • O impacto da subida de taxas de juro no custo de financiamento bancário das empresas

O contexto de subida de taxas de juros, a partir de valores extremamente baixos, deverá ter um impacto material nas estratégias de financiamento das empresas associado ao inevitável aumento de custos de financiamento. Os aumentos que não possa ser absorvido pelas margens das empresas levarão a uma redução da procura de crédito, a uma alteração da gestão da liquidez das empresas e a um adiamento de projetos de investimento. Estes mecanismos de ajustamento justificam-se com o fim do ambiente de muito baixas taxas de juro, abundante liquidez e previsibilidade da evolução dos preços que carateriza os anos anteriores. De forma a mitigar o impacto da subida das taxas de juro, as estratégias das empresas poderão passar pelo ajustamento da sua estrutura de financiamento. Estas estratégias deverão ser adaptadas à realidade de cada empresa, em particular, às suas disponibilidades de tesouraria para fazer face à amortização de créditos (o que contribui para diminuir o seu endividamento) e ao ajustamento da gestão de liquidez face às práticas nos últimos anos.

O Gráfico C2.1 ilustra a tendência de subida das taxas de juro Euribor desde o início do ano, sendo estes os indexantes habitualmente utilizados nos empréstimos bancários em Portugal. Em agosto, estas taxas fixaram-se em média em 0,02%, 0,39%, 0,84% e 1,25% para as maturidades de 1, 3, 6 e 12 meses, respetivamente, face a níveis muito próximos de -0,50% um ano antes. Esta subida de taxas reflete-se no custo de financiamento bancário das empresas, tanto nos novos empréstimos como nos empréstimos existentes com taxa variável ou mista, em função da variação do indexante e da frequência de atualização.

Gráfico C2.1 • Taxas de juro Euribor observadas e esperadas | Médias mensais, percentagem



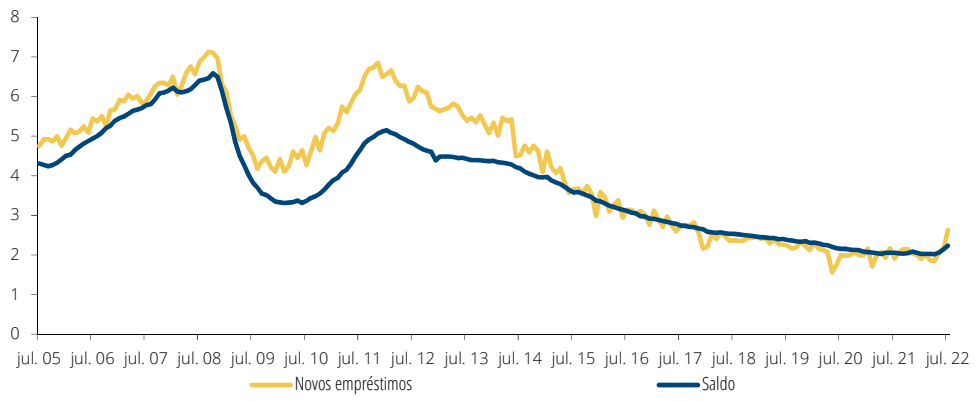
Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses esperadas com base nas taxas de juro implícitas nos contratos de futuros da Euribor a 3 meses (Euribor 6M/12M: taxa implícita nos contratos de futuros da Euribor 3M, renovando 2/4 contratos de futuros sucessivos); taxa Euribor a 1 mês esperada com base nos Overnight Index Swaps. Última informação relativa a 22/09/2022.

Nos últimos anos, as taxas de juro dos empréstimos às sociedades não financeiras mantiveram uma tendência de descida, registando valores mínimos históricos. Com o início da normalização da política monetária, esta tendência reverteu em maio de 2022 (Gráfico C2.2). Em julho, a taxa de juro dos empréstimos cifrou-se em 2,23% (2,63% para os novos empréstimos), 0,21 pp acima do mínimo histórico registado em abril de 2022 (0,78 pp para os novos empréstimos em igual período).

A composição dos empréstimos por tipo de taxa é relevante na avaliação do impacto da subida de taxas de juro. Em julho, os empréstimos com taxa variável ou mista representavam 83% do montante total e 61% do número de empréstimos (Quadro C2.1 – Painel A). Em igual período, os empréstimos

com taxa fixa representavam 15% do montante total e 38% do número de empréstimos. A diferença entre o número e montante para empréstimos a taxa fixa é explicada pelo facto de a maioria destes empréstimos serem sobretudo cartões de crédito, créditos em conta corrente, descobertos e descontos que, em média, têm montantes inferiores face à média do total. O prazo residual dos empréstimos a taxa fixa é também relevante para avaliar o perfil temporal da transmissão das taxas de juro de mercado às taxas de juro dos novos empréstimos. Cerca de 23% do montante dos empréstimos bancários a taxa fixa tem maturidade residual até 1 ano, o que corresponde a 4% do montante total (Quadro C2.1 – Painel B). A preponderância de empréstimos com taxa variável e de empréstimos de curto prazo com taxa fixa implica que o aumento das taxas de juro no mercado monetário se tenderá a refletir com um curto desfasamento no custo de financiamento das empresas portuguesas.

Gráfico C2.2 • Taxa de juro de empréstimos concedidos a empresas por bancos residentes
|Percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A taxa de juro é a taxa acordada anualizada (TAA). A taxa de juro de novos empréstimos é a média dos (novos) empréstimos concedidos no mês (fluxo). A taxa de juro do saldo é a média ponderada do saldo de todos os empréstimos (*stock*).

Verifica-se alguma heterogeneidade no tipo de taxa de acordo com a dimensão e setor de atividade das empresas (Gráfico C2.3). O peso dos empréstimos a taxa fixa tende a ser superior nas grandes empresas e nas empresas do setor das atividades de consultoria e administrativas (25% e 21% do total do segmento, respetivamente). Os empréstimos concedidos entre 2020 e 2021 com garantia pública são maioritariamente a taxa variável (97%).

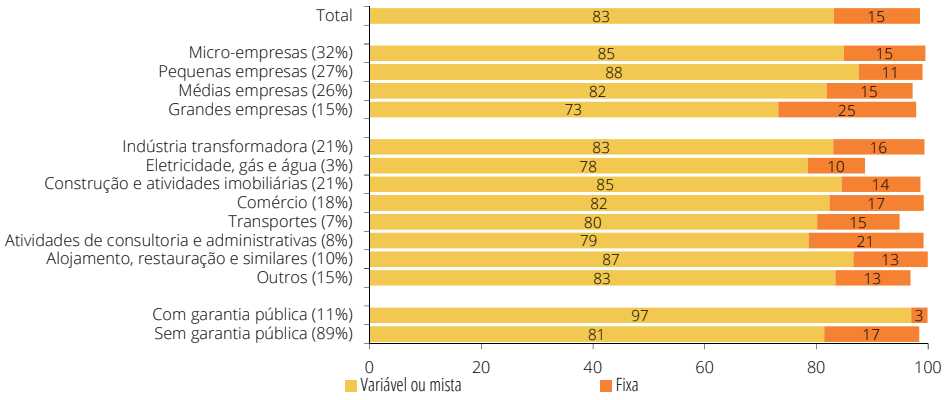
No total do montante dos empréstimos às sociedades não financeiras associados a taxa variável ou mista, 89% são empréstimos indexados a uma taxa Euribor. Destes últimos, os empréstimos indexados à Euribor a 12 meses representam 43%, seguidos pelos indexados à Euribor a 6 meses (37%). Note-se que a frequência de atualização de taxa tende a coincidir com a maturidade do indexante. Não obstante o peso elevado dos empréstimos a taxa variável ou mista, a magnitude do aumento do custo de financiamento bancário das empresas foi, até à data, inferior à das taxas de juro de mercado. Tal estará relacionado com a subida relativamente recente das taxas Euribor e com o desfasamento com que esta se reflete nas taxas dos empréstimos, o que também depende da frequência de atualização da taxa. No entanto, a variação na taxa anual nominal aponta para um enviesamento na distribuição para variações positivas, o que sugere que os empréstimos já começaram a incorporar a subida das Euribor (Gráfico C2.4). Destaca-se o aumento nas taxas com indexantes com prazos mais longos que subiram mais cedo e em maior magnitude, refletindo as expectativas de subida de taxas de juro do BCE (Gráfico C2.1).

Quadro C2.1 • Tipo de taxa de juro dos empréstimos bancários às empresas por produto e prazo residual | Percentagem do montante e número de empréstimos total

	Montante	Número
Taxa variável ou mista	83	61
d.q. por produto:		
Conta corrente, descobertos e descontos	7	8
Factoring e leasing	14	16
Financiamento de atividade empresarial	58	33
Outros créditos	5	4
d.q. por prazo residual:		
Indeterminado	9	7
Até 1 ano	9	12
De 1 a 5 anos	34	32
Mais de 5 anos	31	8
Taxa fixa	15	38
d.q. por produto:		
Cartão de crédito, conta corrente, descobertos e descontos	3	23
Factoring e leasing	2	6
Financiamento de atividade empresarial	9	3
Outros créditos	2	7
d.q. por prazo residual:		
Indeterminado	2	19
Até 1 ano	4	7
De 1 a 5 anos	5	10
Mais de 5 anos	5	2
Não reportada	1	1

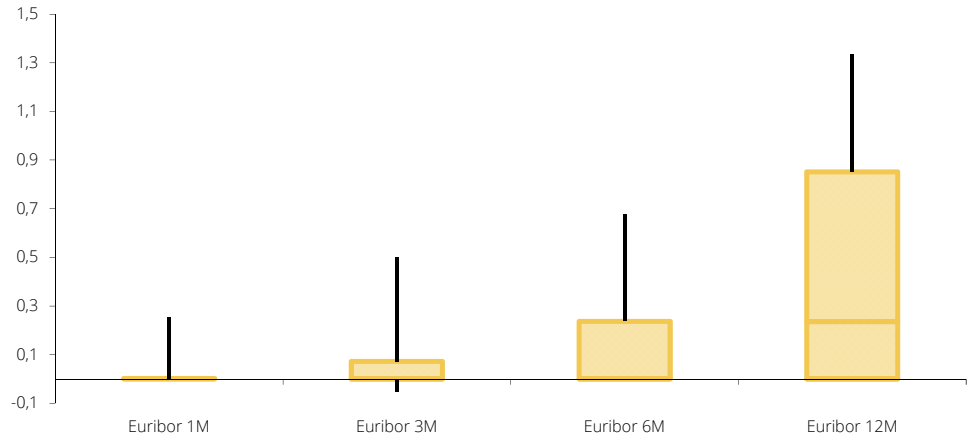
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito de julho de 2022 e consideram empréstimos concedidos a sociedades não financeiras. Os totais podem não somar as parcelas devido a arredondamentos. Não existem cartões de crédito associados a taxa variável ou mista. Taxa variável é a taxa de juro que varia ao longo da vigência do contrato, de acordo com as alterações verificadas no valor do respetivo indexante. Taxa fixa é a taxa de juro acordada e conhecida no momento da contratação que se mantém constante por toda a duração do contrato. Taxa mista é a taxa de juro associada ao empréstimo que combina período(s) de taxa de juro fica e período(s) de taxa de juro variável.

Gráfico C2.3 • Tipo de taxa de juro por dimensão e setor de atividade da empresa e por medidas de apoio | Percentagem do montante total de cada segmento



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito de julho de 2022 e consideram empréstimos concedidos a sociedades não financeiras. As percentagens entre parêntesis correspondem aos pesos das componentes no total dos empréstimos bancários. Os totais podem não somar 100% quando a informação relativa ao tipo de taxa de juro não é reportada. Um empréstimo concedido com garantia pública entre janeiro de 2020 e dezembro de 2021 é considerada como "Com garantia pública".

Gráfico C2.4 • Distribuição da variação da taxa de juro nominal (TAN) conforme indexante – julho de 2022 face a julho de 2021 | Pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito de julho de 2021 e 2022. Considera empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por bancos residentes associados a taxa variável ou mista e indexados a uma taxa Euribor. No gráfico o retângulo (caixa) delimita o primeiro e terceiro quartis, com uma linha horizontal atravessada na mediana. Os extremos das linhas verticais representam o máximo e o mínimo.

A simulação das estratégias empresariais em cenários de variação significativa do custo do dinheiro é difícil. As empresas, como referido, tenderão a adaptar as suas necessidades de tesouraria e de financiamento a taxas de juro mais elevadas, refletindo nos preços de venda parte desse aumento, reduzindo a sua exposição a créditos quando possível, em especial aos de taxa variável, e adiando projetos de investimento que necessitem de recursos externos. Não é possível captar numa simulação a complexidade das estratégias possíveis, pelo que o impacto do aumento das taxas de juro do exercício seguinte deve ser tomado como uma aproximação.

O exercício de simulação realizado é muito estilizado e necessita apenas de duas variáveis: a taxa de juro e a sua variação; o montante em dívida no início e no fim do período (ver notas do Quadro C2.2). As taxas de juro aplicadas aos empréstimos existentes às sociedades não financeiras nos próximos 12 meses (de agosto de 2022 a julho de 2023), são estimadas utilizando as expetativas implícitas em instrumentos de mercado, em particular nos OIS (Overnight Index Swaps) e nos futuros da Euribor a 3 meses (Gráfico C2.1).

O exercício compara a despesa com juros estimada para os próximos 12 meses, com base nas expectativas de subida das taxas de mercado, com a despesa com juros nos últimos 12 meses (ano terminado em julho de 2022). A estimativa deve ser interpretada como uma abordagem parcial do impacto da subida das taxas de juro na situação financeira das empresas, uma vez que não considera como é que o aumento da taxa de juro, ou o contexto macroeconómico que o impulsiona, pode afetar outras variáveis relevantes para as empresas e as suas decisões.

Nas condições deste exercício o custo com juros aumentaria cerca de 1188M€ no decorrer do ano terminado em julho 2023 face ao estimado para ao ano terminado em julho de 2022, o que corresponde a um aumento da taxa de juro implícita de 1,58 pp. Este valor da taxa de juro é semelhante ao verificado em julho de 2015. Assumindo a mesma variação de taxa para o encargo total com juros, que inclui o custo com outras fontes de financiamento para além dos empréstimos bancários, implica um aumento de custos correspondente a 5,3% do EBITDA de 2019 (Gráfico C2.5). O rácio entre os juros e o EBITDA ficará entre os valores verificados em 2015 e 2016. Por setor de atividade, destacam-se as empresas da construção e atividades imobiliárias (rácio de 9,1%), do alojamento e restauração (8,5%) e da eletricidade, gás e água (7,9%), para as quais o rácio já registava valores

muito elevados em comparação com o total. Este aumento é também explicado pelo rácio entre a dívida e o EBITDA relativamente mais elevado nestes setores. O rácio entre a dívida e o EBITDA era também superior nas microempresas face às outras classes de dimensão, o que se traduz num aumento superior no rácio entre os juros e o EBITDA (8,7%). Em contraste, as empresas com empréstimos concedidos entre 2020 e 2021 com garantia pública, embora com empréstimos maioritariamente a taxa variável, registavam rácios de dívida relativamente baixos e a variação do rácio entre os juros e o EBITDA é inferior à do total (3,6%).

A magnitude do aumento das taxas de juro pode levar as empresas a desenvolver estratégias de redução do endividamento. Estas estratégias de desalavancagem podem passar pela utilização dos depósitos existentes para amortizar total ou parcialmente os empréstimos bancários. Outras estratégias que poderão ser consideradas, como por exemplo o recurso a fundos próprios, não são passíveis de simulação. Num exercício de simulação complementar, de natureza meramente ilustrativa, considera-se que as empresas utilizam a totalidade do aumento de depósitos verificado desde 2019 para amortizar os empréstimos. As empresas que amortizam totalmente os empréstimos não pagam juros e as que amortizam parcialmente pagam o juro proporcional ao montante ainda em dívida. Entre dezembro de 2019 e março de 2022, cerca de 53% das empresas com empréstimos bancários aumentaram os seus depósitos e 16,7% conseguiriam amortizar de forma total os seus empréstimos bancários com os depósitos acumulados. Contudo, a amortização corresponde apenas a 11% do montante total em dívida. Considerando que as amortizações se realizam no primeiro mês do início do exercício, estima-se um aumento da despesa com juros no decorrer do ano terminado em julho 2023 de 891M€ (o que corresponde a 4% do EBITDA de 2019).

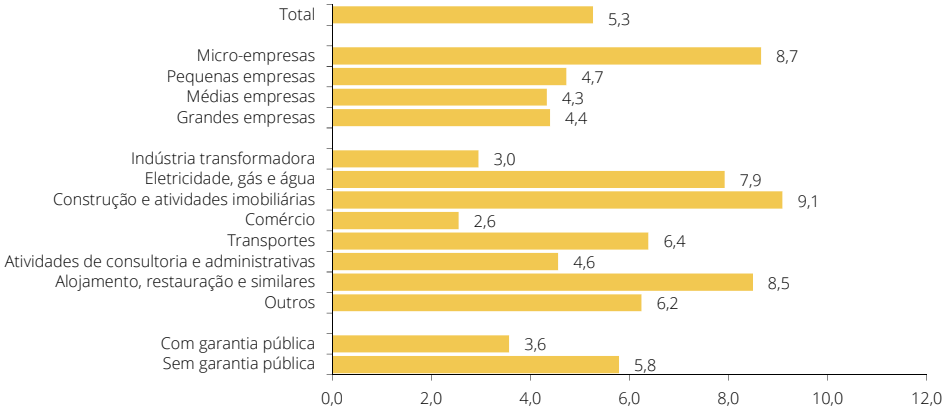
Os exercícios desenvolvidos nesta caixa centram-se no ano terminado em julho de 2023. Ao longo deste período, o montante de juros pagos pelas empresas tenderá a aumentar gradualmente, atingindo valores máximos no final do horizonte considerado.

Quadro C2.2 • Exercício de simulação do impacto da subida esperada das taxas Euribor sobre a despesa com juros dos empréstimos bancários | Variação da despesa com juros entre o ano terminado em julho de 2023 e ao ano terminado em julho 2022

	Peso na despesa anual com juros estimada em julho 2022	Variação da despesa com juros | M€	Variação da taxa de juro | pp
Empréstimos			
Maturidade superior a 1ano	76	1.007	1,76
d.q.			
Taxa variável ou mista	64	1.007	2,04
do qual indexada à Euribor	58	884	2,04
Taxa fixa	11	–	–
Maturidade inferior a 1 ano	14	181	1,80
Maturidade indefinida	11	–	–
Total		1.188	1,58

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito de agosto de 2021 a julho de 2022. O exercício simula de forma estilizada o potencial impacto na despesa com juros dos empréstimos bancários com base nas seguintes hipóteses. Considera-se que não há alterações nas taxas tanto para os empréstimos a taxa fixa com maturidade residual superior a um ano, como para os empréstimos com maturidade indefinida. Para os restantes, considera-se que não há amortização do capital em dívida no horizonte em análise e que as condições do empréstimo não se alteram (em particular, o *spread* fica constante). Nos empréstimos com maturidade residual superior a um ano, a taxa variável ou mista e indexados a uma taxa Euribor utiliza-se os futuros da Euribor para atualizar a taxa no momento de atualização da mesma. Note-se que para empréstimos cuja data de atualização não é reportada pressupõem-se que esta coincide com a frequência da Euribor indexada. Para os empréstimos a taxa variável ou mista não indexados a uma taxa Euribor aplica-se a mesma variação percentual da taxa de juro. A taxa é revista com base na média da Euribor do mês anterior e aplicado ao empréstimo no mês seguinte à revisão. Por fim, para os empréstimos com uma maturidade inferior a um ano pressupõe-se que estes são renovados à data de fim de contrato e que a taxa é atualizada de forma semelhante aos empréstimos a taxa variável ou mista. Para os dados dos depósitos considera-se a informação dos depósitos junto das 8 instituições mais significativas (G8) que representam cerca de 90% dos depósitos em OIFM. Face à disponibilidade da informação, a taxa de variação corresponde à variação entre dezembro de 2019 e março de 2022.

Gráfico C2.5 • Variação no encargo total com juros em percentagem do EBITDA por dimensão e setor de atividade das empresas e por empresas que beneficiaram de garantias públicas
| Pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Resultados obtidos com base no exercício de simulação. Utiliza-se a informação de 2019 uma vez que o EBITDA de 2020 é distorcido pelo impacto da crise pandémica, e considera-se que os dados de 2019 são mais representativos da atividade das empresas no período atual. Pressupõe-se uma variação da taxa de juro da dívida total em cada segmento igual à variação simulada para a taxa dos empréstimos bancários do respetivo segmento. Considera-se que a variação do EBITDA é zero.

Caixa 3 • Desenvolvimentos orçamentais em 2022

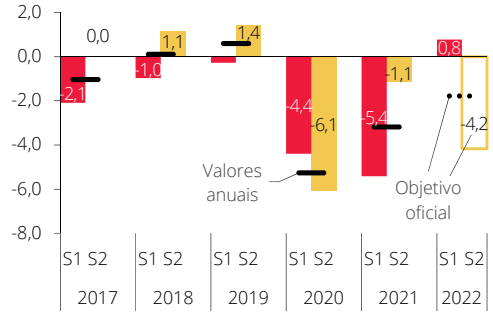
A forte recuperação da atividade económica e a aceleração dos preços têm beneficiado o crescimento da coleta de impostos, enquanto uma parte significativa da despesa primária reage de modo desfasado à inflação e evolui de forma contida, condicionada pelo funcionamento em duodécimos até à entrada em vigor do Orçamento de Estado para 2022. Assim, o atual contexto favorece a melhoria do saldo orçamental e da dívida pública em percentagem do PIB. No entanto, a médio prazo, o aumento das despesas em juros, o arrefecimento da economia e o desvanecer do crescimento superior ao habitual do deflator do PIB tornarão a redução do défice e do rácio da dívida mais exigentes.

O saldo orçamental no primeiro semestre foi de 0,8% do PIB. Corrigido de medidas temporárias, este indicador apresentou uma melhoria de 6,2 pp em termos homólogos (Gráfico C3.1). Esta evolução assentou sobretudo no aumento do saldo primário (5,6 pp), explicado em cerca de um terço pela redução do impacto das medidas de resposta à pandemia e ao aumento dos preços (Gráfico C3.2). A redução da despesa em juros teve um contributo de 0,6 pp para esta melhoria.

A receita total aumentou 12,4% no primeiro semestre, refletindo o dinamismo da receita fiscal e contributiva (16%), parcialmente compensado pela redução da outra receita (-4,2%), associada à menor absorção de fundos europeus. A evolução dos principais impostos e das contribuições sociais (aumento de 24,8% do IVA, 12,3% do IRS e 7,9% das contribuições sociais) foi impulsionada pelo crescimento das bases macroeconómicas e pelas respetivas elasticidades, em alguns casos habitualmente superiores à unidade[7].

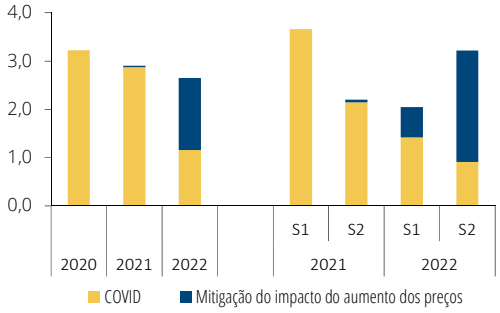
7. Para maior detalhe relativamente às elasticidades e bases macroeconómicas da receita fiscal e contributiva em Portugal, ver Braz et al. (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos Económicos*, Volume V, n.º 2, abril 2019.

Gráfico C3.1 • Saldo orçamental corrigido de medidas temporárias | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: Valores semestrais em percentagem do PIB semestral. Para 2022, os valores consideram a estimativa oficial divulgada no OE2022, sendo utilizada a projeção para o PIB do segundo semestre incluída neste boletim. Em linha com a definição do Eurosistema, no segundo semestre de 2022 classifica-se como medida temporária o resultado de uma decisão judicial (que deteriora o saldo em 0,1% do PIB). Para mais detalhes sobre as operações consideradas até 2021, ver publicações anteriores do Banco de Portugal.

Gráfico C3.2 • Impacto orçamental de medidas | Em percentagem do PIB



Fontes: Ministério das finanças, INE e cálculos Banco de Portugal. | Notas: Valores correspondentes à magnitude das medidas em cada período, líquida do financiamento por fundos da UE. Valores para 2022 estimados pelo Banco de Portugal. Valores semestrais em percentagem do PIB do semestre correspondente.

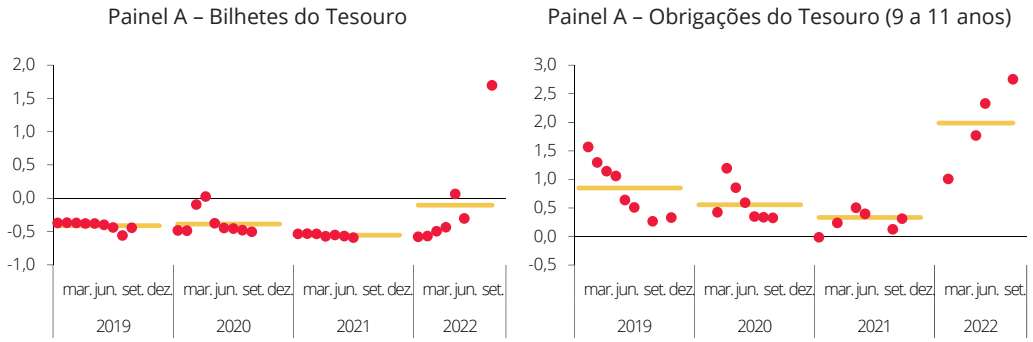
A despesa corrente primária diminuiu 1,1%, refletindo um contributo de cerca de -5,1 pp do menor impacto das medidas de combate à pandemia, em particular dos subsídios às empresas. As despesas com pessoal cresceram 3,3%, com um aumento de 1,8% do número de funcionários públicos e um impacto de 0,9% da atualização salarial, a que acrescem os efeitos do aumento da Remuneração Mínima Mensal Garantida e das atualizações e valorizações de carreiras. O crescimento do consumo intermédio (8%) e das prestações sociais em espécie (19%) esteve em parte associado à vacinação contra a COVID-19 e à realização de testes de diagnóstico. As prestações sociais em dinheiro cresceram 1,5%, apesar da redução da despesa com subsídios de desemprego (com um contributo de -1,2 pp). A evolução das prestações sociais no primeiro semestre não reflete o aumento dos preços em 2022, dado que a regra de atualização das pensões e de outros apoios sociais considera a inflação até novembro de 2021. Esta evolução também não reflete as medidas aprovadas no Orçamento do Estado para 2022, de onde se destaca o aumento extraordinário das pensões, nem a larga maioria das que se destinam a mitigar efeito do aumento dos preços nas famílias.

O investimento manteve a tendência de crescimento (+12,6% em termos nominais), com destaque para o aumento de cerca de 50% no setor dos transportes. Ainda assim, o PRR apresentou uma execução no primeiro semestre bastante abaixo da estimativa anual incluída no Orçamento do Estado para 2022 e os fundos regulares da UE diminuíram face ao semestre homólogo.

Como na generalidade das economias da área do euro, as taxas de juro nas emissões de dívida da República Portuguesa aumentaram em 2022. Na dívida de curto prazo, a taxa de juro média até setembro situou-se em -0,1% (mais 0,4 pp do que em 2021), atingindo 1,7% nas emissões mais recentes (Gráfico C3.3A). Nos prazos mais longos, a taxa de colocação da dívida no mercado situou-se em média em 2%, o que compara com valores próximos de zero no ano anterior (Gráfico C3.3B). A transmissão do aumento das taxas de juro das novas emissões às despesas em juros ocorre de forma gradual, tendo em consideração a maturidade média residual da dívida em

torno de 7 anos e meio, bem como a taxa de juro implícita da dívida de cerca de 2%. Estes fatores explicam a redução das despesas com juros de 11,4% no primeiro semestre do ano.

Gráfico C3.3 • Taxas de colocação nos leilões de dívida pública | Em percentagem



Fonte: IGCP. | Nota: As linhas horizontais referem-se à média das taxas de colocação nos leilões de dívida pública em cada período, ponderada pelos respetivos montantes colocados.

A materialização do objetivo oficial para o saldo orçamental definido no OE2022 (-1,9% do PIB) implica uma deterioração homóloga de 3,0 pp na segunda metade do ano, excluindo medidas temporárias (Gráfico C3.1). Em conjunto com os gastos associados à pandemia, as medidas de mitigação dos efeitos do aumento dos preços têm um impacto no saldo em 2022 ligeiramente inferior ao verificado em 2020 e 2021 — cerca de 3% do PIB (Gráfico C3.2) — e estão mais concentradas no segundo semestre. No contexto favorável para a evolução da receita fiscal, mesmo considerando o impacto orçamental destas medidas de política estimado em cerca de 3,2% do PIB semestral na segunda metade do ano, existe margem suficiente para o cumprimento do objetivo oficial.

O rácio da dívida pública situou-se em 123,4% do PIB no final do semestre, menos 2,1 pp que no final de 2021. Esta diminuição decorreu essencialmente do efeito denominador, na medida em que o *stock* da dívida aumentou, em linha com a acumulação de depósitos das administrações públicas. A materialização do objetivo oficial de 1,9% para o défice orçamental e da projeção para o crescimento do PIB apresentada neste boletim conduziria, na ausência de ajustamentos défice-dívida, a uma redução de 11 pp no rácio da dívida face ao final de 2021, para 114,5% do PIB, o rácio mais baixo verificado desde 2011.

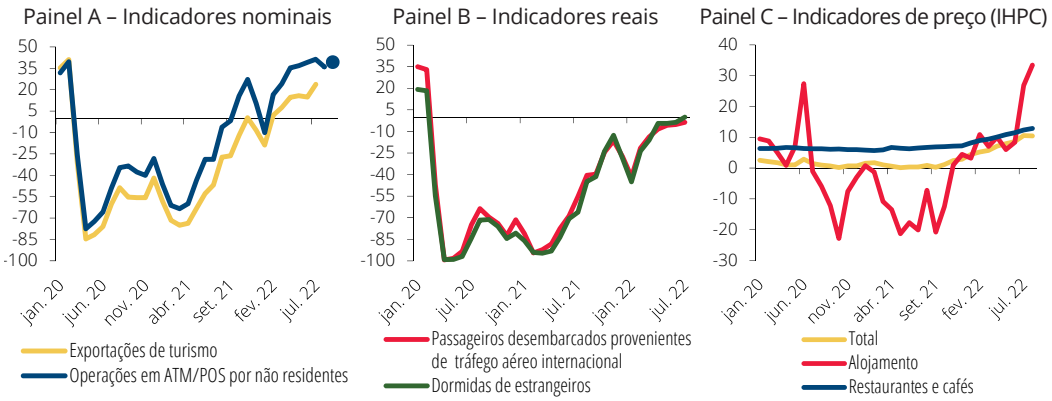
Caixa 4 • A recuperação das exportações de turismo em 2022

As exportações de turismo continuaram a recuperar em 2022, situando-se cerca de 4% abaixo dos níveis pré-pandémicos, em termos reais, no segundo trimestre. O seu peso no PIB, relativamente elevado face a padrões europeus, reduziu-se de 8,1%, em 2019, para 3,7%, em 2020, recuperando para 7,9% no primeiro semestre de 2022.[8]

A forte dinâmica de recuperação resulta do regresso à normalidade dos hábitos de consumo das famílias e da concretização da procura adiada durante a crise sanitária. A poupança acumulada pelas famílias nos últimos dois anos favoreceu esta dinâmica.

A despesa dos turistas estrangeiros em Portugal situou-se em julho cerca de 25% e 40% acima dos níveis pré-pandemia[9], respetivamente, no caso das exportações de turismo em termos nominais e das operações em ATM/POS com cartões de não residentes. Este crescimento é mais acentuado do que o sugerido pelos indicadores de volume — já que as dormidas de não residentes atingiram apenas em julho o nível pré-pandémico — num contexto de forte aumento dos preços no setor (Gráfico C4.1). Em particular, os preços no consumidor dos serviços de alojamento cresceram 33% acima do nível pré-pandémico em agosto de 2022 e os dos restaurantes e cafés 13%, o que compara com 10% para o IHPC total.

Gráfico C4.1 • Exportações de turismo – indicadores mensais | Taxa de variação trienal, em percentagem



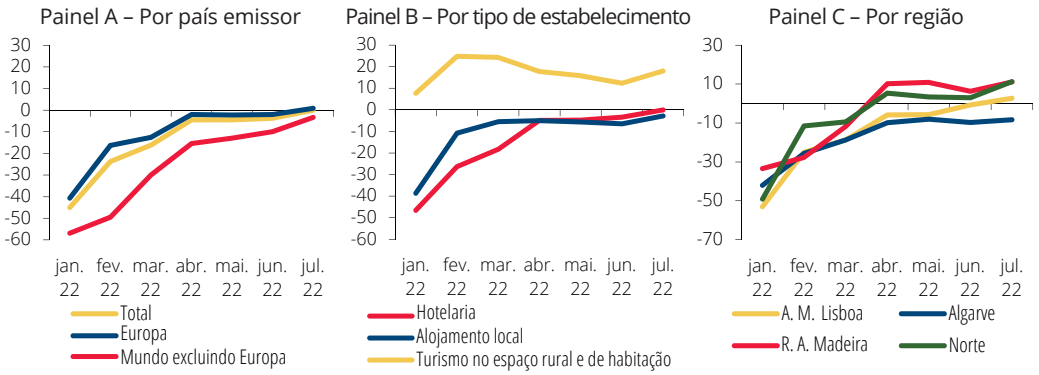
Fontes: Banco de Portugal, Eurostat, INE e SIBS. | Nota: No Painel A, o valor relativo às operações em ATM/POS em setembro é uma estimativa com base em informação parcial do mês.

A recuperação do turismo internacional tem ocorrido de forma diferenciada por país emissor e por segmentos da oferta turística (Gráfico C4.2). As dormidas em estabelecimentos turísticos de não residentes com origem nos países europeus mais próximos, que são os que concentram a procura de turismo dirigida a Portugal — Reino Unido, Alemanha, Espanha, França, Países Baixos e Itália representavam 60% deste turismo em 2019 — retomaram os valores pré-pandemia. O mesmo não se verifica nos mercados de longa distância, em particular no Brasil e Ásia, cujas dormidas se situavam em julho ainda cerca 30% abaixo do nível do mês correspondente de 2019. Os EUA constituem uma exceção, com um número de dormidas 40% acima do nível pré-pandémico. A recuperação ocorreu mais tarde na hotelaria, por contraste com meios de alojamento que permitem maior isolamento, como

8. Para mais pormenores sobre a importância do setor do turismo, ver "O impacto da pandemia no setor do turismo", *Boletim Económico* de Outubro de 2020.
9. Entende-se por nível pré-pandemia o valor do mês correspondente de 2019, já que a caixa se refere a dados não corrigidos de variações sazonais.

o alojamento local e o turismo no espaço rural e de habitação. As regiões do Algarve e Área Metropolitana de Lisboa, que possuem maior peso nas dormidas e elevada densidade populacional em algumas áreas, têm exibido também uma recuperação mais lenta da procura internacional. Em julho, o número de dormidas no Norte e Madeira era cerca de 11% superior ao pré-pandémico, enquanto no Algarve era ainda 8% inferior. Na região de Lisboa o nível pré-pandémico apenas foi atingido em julho, o que poderá refletir parcialmente a sua maior exposição ao turismo de negócios, um segmento em que a recuperação permanece muito incompleta. No contexto da recuperação em curso, ainda não é possível avaliar se estas alterações de composição terão uma natureza estrutural.

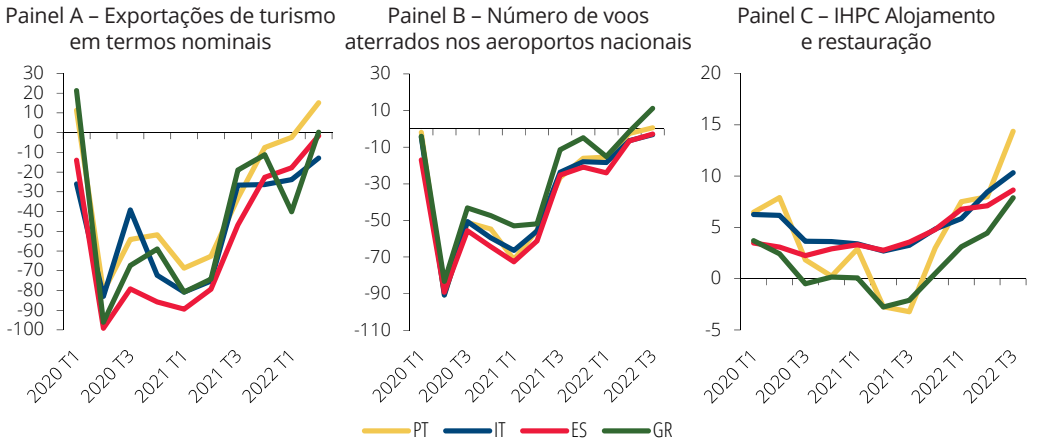
Gráfico C4.2 • Composição das dormidas de estrangeiros em 2022 | Taxa de variação trienal, em percentagem



Fonte: INE. | Notas: No painel B, o indicador de alojamento local diz respeito a estabelecimentos com mais de 10 camas. No painel C, apenas são apresentadas as quatro regiões com maior peso nas dormidas.

A recuperação das exportações de turismo foi extensível a outros países com elevada exposição ao setor, em particular aos países mediterrânicos, concorrentes diretos do turismo português (Gráfico C4.3). No segundo trimestre de 2022, a taxa de variação dos indicadores reais e de preço face ao período comparável de 2019 foi relativamente próxima para os países considerados. As indicações preliminares para o terceiro trimestre apontam para um dinamismo superior dos preços dos serviços mais relacionados com turismo em Portugal face ao dos concorrentes.

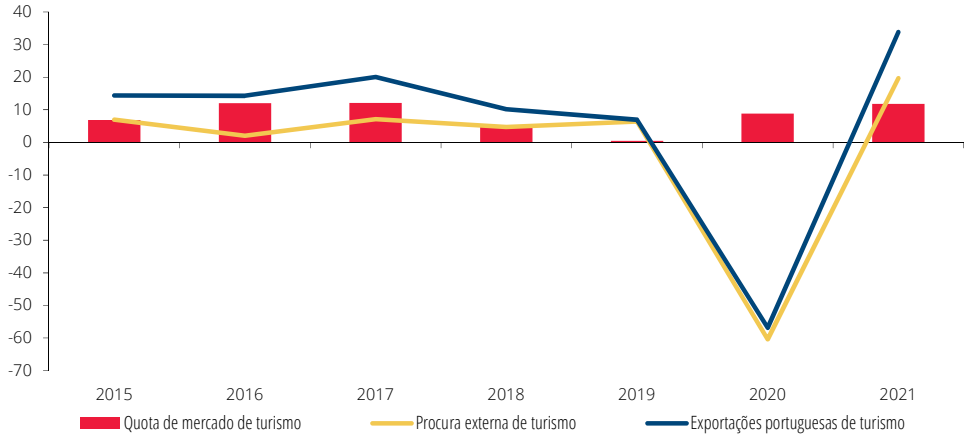
Gráfico C4.3 • Turismo – comparação internacional | Taxa de variação trienal, em percentagem



Fontes: Eurocontrol e Eurostat. | Nota: Os valores relativos a 2022 T3 são uma estimativa baseada na evolução média em julho-agosto.

O comportamento das exportações de turismo em Portugal nos últimos dois anos aponta para que se tenham verificado ganhos de quota de mercado em termos nominais, prolongando o bom desempenho do setor nos anos pré-pandemia (Gráfico C4.4). No primeiro trimestre de 2022, a informação disponível sugere ganhos de quota significativos face ao mesmo período de 2019, generalizados por país.

Gráfico C4.4 • Exportações de turismo, procura externa e quota de mercado, em termos nominais | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal, Eurostat, FMI e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As exportações dizem respeito ao conjunto de países incluído no indicador de procura externa, que representam em média cerca de 87% das exportações nominais de turismo no período apresentado. Note-se, no entanto, que o mercado asiático, que é o que se encontra mais distante do nível de dormidas pré-pandémico, não está representado.

A rápida recuperação da procura tem criado alguns constrangimentos do lado da oferta, visível por exemplo no aumento da percentagem de empresas a reportar dificuldades em contratar pessoal qualificado no setor do alojamento (para 16% em média nos primeiros três trimestres de 2022, o que compara com cerca de 6% em 2019). Estes constrangimentos de oferta não deverão estar relacionados com o nível de capacidade instalada. O número de estabelecimentos turísticos em julho de 2022 era 4% superior ao de julho de 2019. A percentagem destes estabelecimentos encerrada ou sem registo de movimento de hóspedes tem-se mantido ligeiramente acima dos níveis pré-pandémicos (em julho de 2022, 12,8% dos estabelecimentos, face a 9,8% em julho de 2019), assinalando uma margem de capacidade latente. A taxa líquida de ocupação-cama também apenas atingiu os níveis pré-pandémicos em julho de 2022.

O aumento da inflação e consequente erosão do rendimento disponível real nos principais países emissores — a que se soma o impacto direto dos preços da energia nos custos dos transportes — condicionam a evolução do turismo no curto prazo. Neste setor, o impacto da perda de poder de compra pode ser de magnitude superior ao de outros tipos de consumo, já que o consumo destes serviços é mais sensível a variações do rendimento disponível. Neste contexto, os indicadores mais recentes apontam para uma moderação do ritmo de crescimento das exportações de turismo até ao final do ano (Gráfico C4.1).

Ainda assim, os ganhos de quota registados ao longo dos últimos anos sugerem a manutenção de fatores de competitividade não preço importantes no turismo português, que poderão justificar a sua resiliência no contexto atual, num mercado em que o consumo tem uma significativa fidelização que estabiliza a respetiva procura. Alguns segmentos, como o de turismo de negócios ou de eventos, poderão ainda não ter completado o seu processo de ajustamento pós-pandémico, constituindo também um fator potencial de dinamismo para as exportações de turismo.

Caixa 5 • Evolução dos preços no comércio *online* de um cabaz básico de produtos alimentares

A situação económica recente tem-se caraterizado por uma subida forte e generalizada dos preços dos bens e serviços, mas mais acentuada nos bens energéticos e alimentares. Estes bens são essenciais e, por isso, a sua procura é pouco sensível a variações de preços, o que pode gerar dificuldades para as famílias de menor rendimento. Nestas condições, o acompanhamento do custo de um cabaz básico de produtos alimentares que corresponda à satisfação das necessidades básicas individuais contribui para aumentar o nível de informação dos consumidores. Contribuirá também para promover a transparência e a coordenação no funcionamento dos mercados, em contextos de maior incerteza e em situações de concentração de poder de mercado na cadeia de valor, frequentes no caso dos bens alimentares.

A caixa apresenta a evolução recente do custo de aquisição de um cabaz de produtos alimentares — correspondendo às necessidades básicas de indivíduos de diferentes idades — a partir de preços fixados nas plataformas *online* dos principais retalhistas alimentares a operar em Portugal. A análise revela uma dispersão muito significativa dos preços, mesmo em mercados de produtos definidos de uma forma muito restrita. O custo dos cabazes compostos pelas variedades dos produtos com preços mais altos é cerca de duas vezes e meia superior ao dos cabazes compostos por variedades com os preços mais baixos. Entre outubro de 2021 e agosto de 2022 — período em que existe disponibilidade dos preços — o crescimento médio do custo do cabaz situou-se em torno de 15%, com preços de alguns produtos com variações superiores a 20% e outros com variações negativas.

O cálculo do custo de aquisição do cabaz básico de produtos alimentares exige duas peças de informação. A primeira é a identificação dos produtos específicos e das quantidades de consumo recomendadas, a qual se baseou no cabaz de alimentos do Programa Operacional de Apoio à Pessoa Carenciada, editado pela Direção-Geral da Saúde e elaborado no Programa Nacional para a Promoção da Alimentação Saudável. Considerou-se um cabaz composto por 25 produtos e as quantidades de consumo mensal recomendadas são tipificadas para diversas faixas etárias: crianças (2 anos e 9 anos), adolescentes (14 anos), adultos (+-40 anos) e idosos (superior a 60 anos) (Quadro C5.1). Uma vez que as quantidades recomendadas para os idosos são próximas das dos adultos e as crianças de 9 anos têm consumos que se situam entre as de 2 anos e os adolescentes, os resultados para estas tipologias de indivíduos não são apresentados.

A segunda peça de informação necessária são os preços dos referidos produtos alimentares, obtidos a partir dos preços fixados nas plataformas de venda *online* dos principais retalhistas alimentares a operar em Portugal. A recolha de informação foi feita pelo Banco de Portugal com periodicidade diária através de um procedimento de *webscraping*. Os dados recolhidos ficaram disponíveis de forma harmonizada a partir do final de setembro de 2021, momento anterior ao início das subidas significativas de preços. Embora os produtos contidos no cabaz estejam bem especificados em termos das suas caraterísticas, estão disponíveis diferentes variedades em cada retalhista. Tal decorre da existência de diferentes gamas e marcas, algumas exclusivas ao retalhista, o que dá origem a uma distribuição de preços em cada produto. A análise considera preços por litro ou quilo. Os preços tendem a ser muito afetados por campanhas promocionais, mas tal tende a diluir-se em termos mensais e entre retalhistas. Os preços praticados online podem diferir dos preços em loja, para além da existência de taxas de entrega ao domicílio.

Entre outubro de 2021 e agosto de 2022 a evolução dos preços por unidade foi muito diferenciada nos produtos considerados no cabaz (Gráfico C5.1). Os cereais e a carne registaram aumentos médios elevados, que em muitos casos superam os 20%. Os laticínios e vegetais terão registado aumentos menores neste período, mas ainda assim acima de 10%. De realçar que alguns dos produtos com maiores aumentos de preço são aqueles para os quais a procura se dirige em períodos de dificuldades económicas, por serem substitutos dentro da respetiva classe.

Quadro C5.1 • Quantidades recomendadas de consumo mensal por faixa etária

Produto	Unidade	+-40 anos	>60 anos	2 anos	9 anos	14 anos
Leite	litro	11,3	11,3	11,3	15	15
Queijo	kg	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Arroz	kg	3,7	3,7	2,1	2,1	3,7
Massa	kg	3,1	3,1	2,1	2,1	3,7
Cereais de pequeno-almoço	kg	1	0	1,8	1	1
Tostas	kg	0,45	0,45	0	0,45	0,45
Bolacha maria	kg	0,8	0,8	0	0,8	0,8
Feijão	kg	1,6	1,6	1,6	1,6	2,4
Grão-de-bico	kg	1,6	1,6	1,6	1,6	2,4
Ervilhas	kg	0,8	0,8	0	0,8	1,6
Frango	kg	1,9	1,9	1	1,9	1,9
Pescada	kg	1,2	1,2	0,85	1,2	1,2
Atum	kg	1,2	1,2	0	0,495	1,2
Sardinhas	kg	0,6	0,6	0	0	0,6
Cavala	kg	0,6	0,6	0	0	0,6
Tomate pelado	kg	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Preparado para sopa	kg	2	2	2	2	2
Brócolos	kg	2	2	2	2	2
Espinafres	kg	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Feijão verde	kg	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Cenoura	kg	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Alho francês	kg	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Azeite	litro	0,75	0,75	0,3	0,5	0,75
Creme vegetal	kg	0,225	0,225	0	0,225	0,225
Marmelada	kg	0,3	0,3	0	0,3	0,3

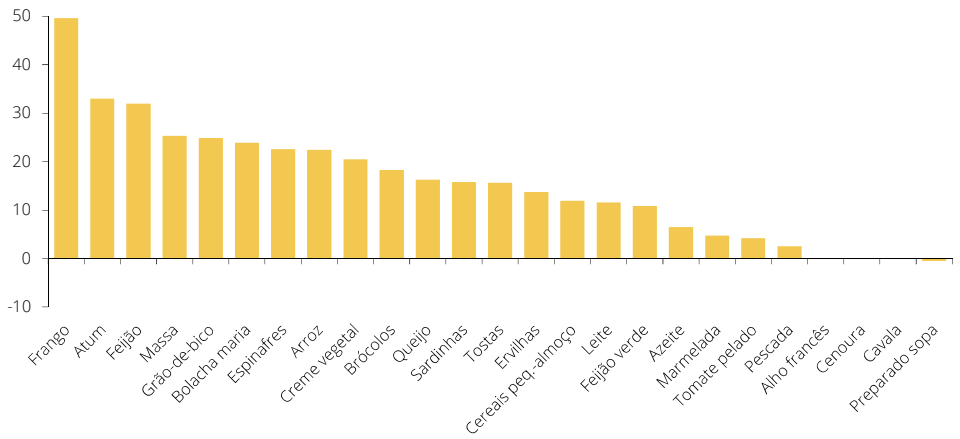
Fonte: Direção-Geral da Saúde | Notas: Os pares de produtos "sardinhas - cavala", "preparado para sopa – brócolos", "espinafres- feijão verde" e "cenoura- alho francês" são identificados como substitutos. A hipótese utilizada na análise foi o consumo de metade das quantidades indicadas originalmente para cada um dos produtos em cada par, dando origem à informação que consta na tabela. O consumo de fruta fresca não foi considerado por dificuldade de comparação (existe grande variedade destes produtos, tipicamente de natureza sazonal). Os cabazes de consumo de adultos e idosos são muito semelhantes, os cabazes das crianças de dois anos não incluem vários produtos e o cabaz dos adolescentes contém quantidades superiores de alguns produtos.

O custo do cabaz básico de consumo alimentar foi apurado para preços médios, medianos e nos percentis 10 e 90. Os percentis 10 e 90 traduzem o custo do cabaz básico de consumo nos cenários em que os indivíduos adquirem sistematicamente os produtos mais baratos ou mais caros, tanto em termos de gama de produto como de retalhistas. Em termos acumulados, no período de outubro de 2021 a agosto de 2022, o crescimento médio do custo do cabaz situou-se em torno de 15% para os diferentes grupos etários.

Considerando os preços médios da semana terminada em 31 de agosto de 2022, o valor do cabaz foi mais elevado para o grupo dos adolescentes (168,80 euros) e mais reduzido para as crianças de dois anos (95,02 euros) (Gráfico C5.3). O cabaz de consumo dos adultos apresenta um valor intermédio de 154,88 euros. Este padrão é também visível quando se considera a mediana e os percentis 10 e 90 dos preços. O custo dos cabazes compostos pelas variedades

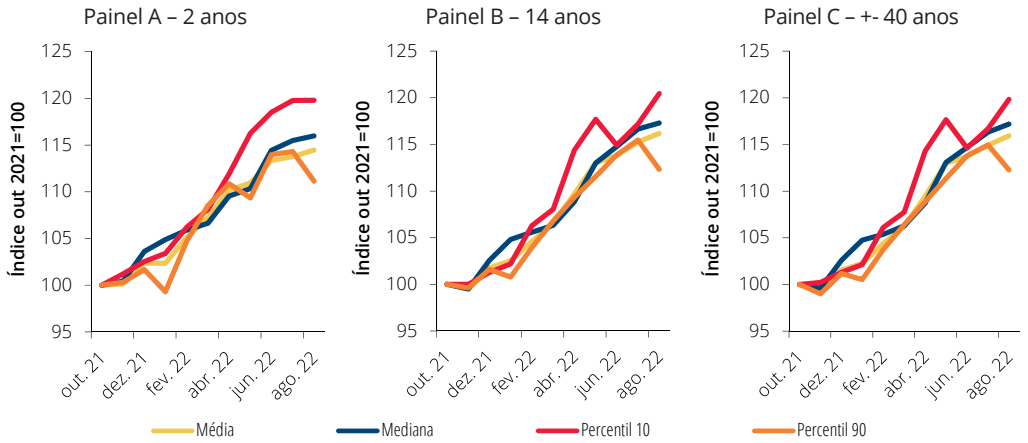
dos produtos com preços mais altos é cerca de duas vezes e meia superior ao dos cabazes compostos por variedades com os preços mais baixos. A variação no valor médio dos cabazes básicos de consumo das crianças de 2 anos, adolescentes e adultos entre as semanas terminadas a 30 de setembro de 2021 e 31 de agosto de 2022 foi de 13,98, 25,94 e 23,92 euros, respetivamente.

Gráfico C5.1 • Variação acumulada dos preços médios dos produtos considerados no cabaz básico de consumo alimentar no período outubro 2021– agosto 2022 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

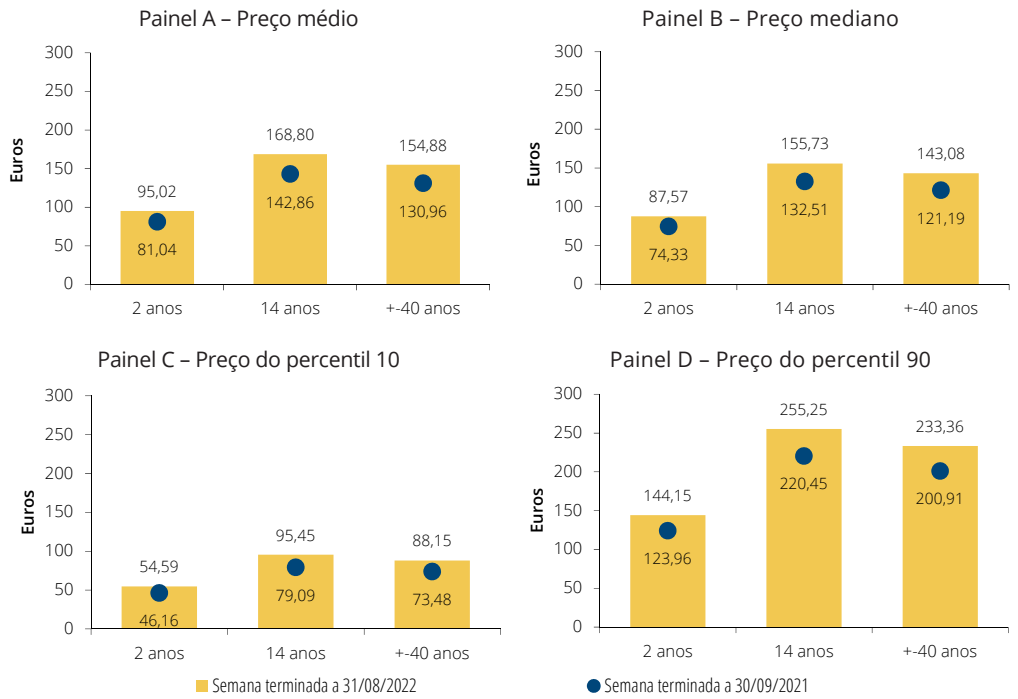
Gráfico C5.2 • Variação acumulada dos preços do cabaz básico de consumo alimentar por faixa etária no período outubro 2021 – agosto 2022 | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

A evidência apresentada releva a importância da informação sobre os preços no mercado para as escolhas ótimas dos consumidores, num contexto de restrições orçamentais. A maximização do excedente do consumidor, definido como a fração do bem-estar gerado num mercado que reverte para o consumidor, requer a existência de agentes informados e que reajam a variações no preço de modo a captar uma maior parcela desse excedente. A evolução diferenciada dos preços do mesmo bem, bem como a dispersão de preços no mercado, apontam para ganhos potenciais da utilização desta informação.

Gráfico C5.3 • Preço do cabaz básico de consumo alimentar por faixa etária | Em euros



Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 6 • Estimativas de inflação por nível de rendimento e escalão etário

O aumento recente da inflação pode ter impacto desigual sobre as famílias, refletindo a evolução diferenciada dos preços dos diversos bens e serviços e o seu peso no cabaz de consumo de cada família. As estimativas da inflação por caraterísticas das famílias apresentadas nesta caixa são importantes para avaliar os efeitos distributivos da subida dos preços e podem ser utéis para informar as políticas públicas orientadas para a mitigação do aumento do custo de vida.

A inflação medida pela variação do Índice de Preços no Consumidor (IPC) constitui uma medida abrangente da variação dos preços dos bens e serviços habitualmente consumidos pelas famílias, baseando-se na estrutura de despesa média da população.[10] No entanto, este indicador pode não ser representativo da taxa de inflação enfrentada por agregados familiares específicos, dado que cada família tem um perfil de consumo distinto, refletindo as suas caraterísticas, circunstâncias de vida ou preferências. Os microdados do Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) para 2015 revelam diferenças acentuadas nos pesos das classes de despesa do IPC para famílias com diferente nível de rendimento e escalão etário (Quadro C6.1).

A subida da inflação em 2022 refletiu aumentos de preços mais marcados nas classes do IPC onde se concentram as maiores diferenças na estrutura de despesa dos agregados familiares (Gráfico C6.1).

10. Os pesos de referência do IPC são obtidos a partir do Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF), realizado pelo INE a cada cinco anos, sendo atualizados anualmente utilizando dados de Contas Nacionais e outras fontes. Foi utilizado o IPC por representar a estrutura de consumo da população residente em Portugal, sendo que o IHPC captura a estrutura de consumo no território (englobando, portanto, os turistas).

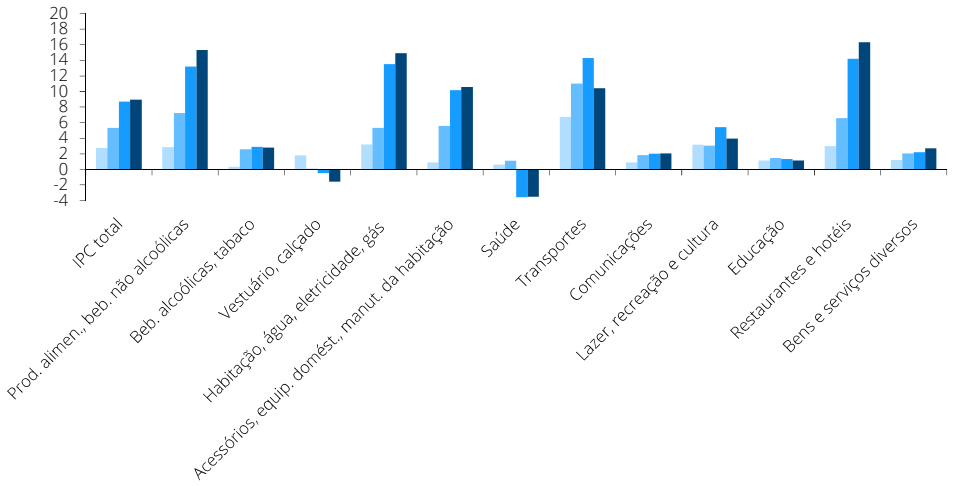
Destacam-se as classes de "produtos alimentares e bebidas não alcoólicas", de "habitação, água, eletricidade e gás", de "transportes" (que engloba a gasolina e o gasóleo mas também a aquisição de veículos e os custos dos diversos tipos de transporte coletivo) e de "restaurantes e hotéis".

Quadro C6.1 • Composição da despesa das famílias por quintil de rendimento e escalão etário | Em percentagem da despesa total da família

	Prod. alimen., beb. não alcoólicas	Beb. alcoóli., tabaco	Vestuá., calçado	Habitação, água, eletric., gás	Acessórios, equip. domést., manut. da habitação	Saúde	Trans-portes	Comuni-cações	Lazer, recreação, cultura	Edu-cação	Restau-rantes, hotéis	Bens e serviços diversos
	C01	C02	C03	C04	C05	C06	C07	C08	C09	C10	C11	C12
Quintil de rendimento												
Q1	21,7	2,6	2,8	22,8	4,3	9,7	13,6	5,0	3,5	1,6	4,3	8,0
Q2	21,1	2,1	3,4	20,1	4,1	8,8	16,1	4,7	4,0	1,8	5,1	8,7
Q3	19,2	2,1	3,9	17,7	4,6	8,0	17,5	4,6	4,6	2,2	6,7	8,9
Q4	18,0	2,1	4,5	14,9	5,0	7,6	18,6	4,4	5,5	2,5	7,9	9,0
Q5	14,2	1,6	5,3	12,3	7,0	6,6	19,6	3,4	6,9	3,1	10,6	9,4
Escalão etário												
Idade <= 34	21,7	2,6	2,8	22,8	4,3	9,7	13,6	5,0	3,5	1,6	4,3	8,0
34 < idade <= 44	21,1	2,1	3,4	20,1	4,1	8,8	16,1	4,7	4,0	1,8	5,1	8,7
44 < idade <= 54	19,2	2,1	3,9	17,7	4,6	8,0	17,5	4,6	4,6	2,2	6,7	8,9
54 < idade <= 64	18,0	2,1	4,5	14,9	5,0	7,6	18,6	4,4	5,5	2,5	7,9	9,0
Idade >= 65	14,2	1,6	5,3	12,3	7,0	6,6	19,6	3,4	6,9	3,1	10,6	9,4
Total	17,8	2,0	4,3	16,2	5,4	7,8	17,8	4,2	5,3	2,5	7,8	9,0

Fontes: INE – Inquérito às Despesas Familiares 2015 (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores apresentados correspondem à despesa monetária (por adulto equivalente) por quintil de rendimento monetário e por escalão etário do representante do agregado familiar. A despesa monetária exclui as rubricas de autoconsumo, autoabastecimento, autolocação ou rendas fictícias (valor estimado de renda de casa quando o agregado familiar é proprietário ou usufrui de alojamento gratuito), recebimentos em géneros e salários em espécie. Os valores da despesa e rendimento correspondem a dados por agregado familiar e por adulto equivalente. O cálculo das variáveis por adulto equivalente é baseado na escala de equivalência da OCDE modificada, que atribui um peso de 1,0 ao primeiro adulto do agregado familiar, 0,5 aos restantes adultos e 0,3 a cada criança (consideram-se crianças os indivíduos com idade inferior a 14 anos).

Gráfico C6.1 • IPC total e classes | Taxa de variação homóloga, em percentagem



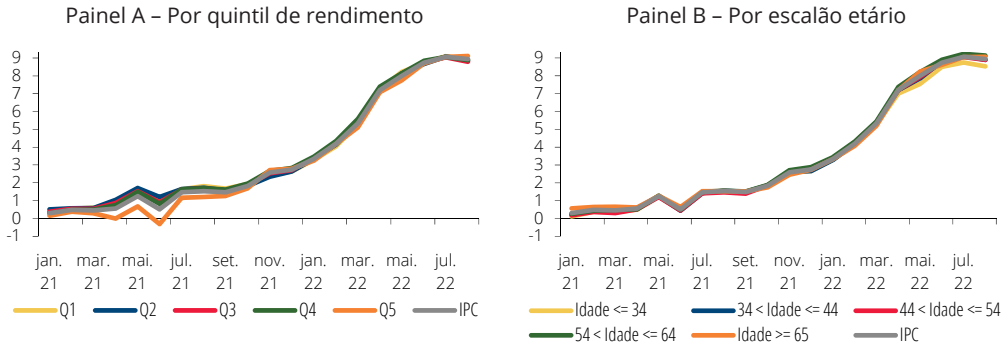
Fonte: INE.

Nesta caixa apresentam-se estimativas de inflação para as diferentes famílias por quintil de rendimento disponível por adulto equivalente e por escalão etário do representante do agregado familiar. Para obter estas estimativas, utilizou-se a estrutura de despesa calculada a partir dos microdados do IDEF, ou seja, os pesos dos diversos bens e serviços na despesa total de cada família. Estes pesos foram atualizados para replicarem a estrutura mais recente do IPC, ajustando de forma proporcional a informação das diferentes famílias. As estimativas de inflação por quintil de rendimento e por escalão etário resultam do produto destes pesos pelas variações de preços dos 225 itens do IPC ao nível da COICOP 4. As estimativas apresentadas devem ser vistas como indicativas da variação do custo de vida entre os diversos tipos de famílias. No entanto, tal como o próprio IPC, estas estimativas não captam eventuais alterações da composição da despesa em resposta a variações de preços relativos, sendo estas prováveis num contexto de inflação elevada como o atual.

Nos primeiros oito meses de 2022, as estimativas de inflação para os vários grupos de famílias são bastante próximas (Gráfico C6.2). No entanto, as classes de bens e serviços cuja variação de preço determina a dinâmica da inflação são muito diferentes para cada grupo.

No caso das famílias do quintil de menor rendimento, a inflação estimada resulta, em larga medida, do aumento dos preços de bens e serviços essenciais. O contributo dos bens alimentares e dos custos com a habitação (onde se inclui a energia) explica 73% da variação do custo de vida destas famílias em agosto de 2022 (Gráfico C6.3). Em contraste, para o quintil de maior rendimento, o contributo da variação dos preços destes bens essenciais é de 40% para a inflação estimada, enquanto o contributo da subida dos preços dos restaurantes e hotéis se situa em quase 25%. Embora o peso da despesa em gasolina e gasóleo não seja muito diferenciado entre níveis de rendimento, as famílias nos quintis intermédios de rendimento são ligeiramente mais penalizadas pelo aumento do preço destes bens. Outras despesas incluídas na classe de transportes, com destaque para a aquisição de automóveis, têm um maior peso na despesa de famílias de maior rendimento.

Gráfico C6.2 • Inflação estimada por quintil de rendimento e por escalão etário | Taxa de variação homóloga, em percentagem

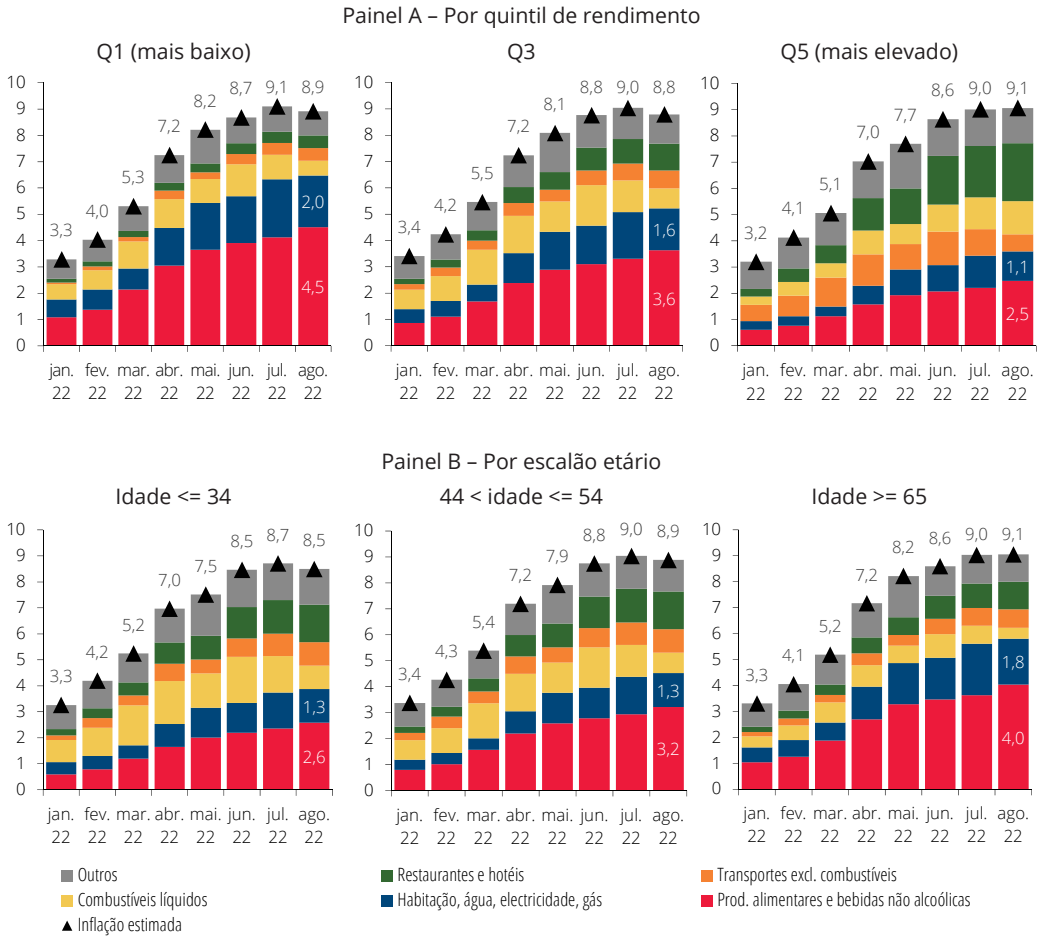


Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: As estimativas de inflação para os diferentes grupos de famílias foram calculadas com base na estrutura da despesa obtida a partir dos microdados do IDEF – 2015. Os pesos utilizados nos cálculos resultaram de um ajustamento pelo fator de proporção entre os pesos do IDEF e os pesos recentes do IPC. As estimativas usam informação das variações de preços dos 225 itens do IPC ao nível da COICOP 4.

Por escalão etário, as estimativas de inflação até agosto de 2022 são também próximas — as diferenças face à variação do IPC não ultrapassam 0,5 pp — mas têm associados contributos diferentes por classe de bens/serviços. Os contributos dos preços dos bens alimentares e da classe de habitação, água, eletricidade e gás aumentam com a idade do representante do agregado familiar (Gráfico C6.3). O contributo destes bens essenciais para a inflação estimada em agosto é de 46% nas

famílias jovens, atingindo 64% nas famílias mais velhas. Em contraste, o contributo dos combustíveis (e das outras despesas de transporte) é inferior para o escalão etário de 65 ou mais.

Gráfico C6.3 • Inflação estimada para quintis de rendimento e escalões etários selecionados – contributo das principais classes | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pp



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: As estimativas de inflação para os diferentes grupos de famílias foram calculadas com base na estrutura da despesa obtida a partir dos microdados do IDEF – 2015. Os pesos utilizados nos cálculos resultaram de um ajustamento pelo fator de proporção entre os pesos do IDEF e os pesos recentes do IPC. As estimativas usam informação das variações de preços dos 225 itens do IPC ao nível da COICOP 4.

O facto da inflação elevada estimada para as famílias de menor rendimento resultar predominantemente da evolução dos preços de bens essenciais, com procura inelástica, tem implicações mais severas que a mesma inflação para as famílias de maiores rendimentos, que reflete um maior contributo de bens e serviços cujo consumo pode ser mais facilmente substituível ou adiado. Além destes efeitos de composição, face a um choque negativo sobre o seu poder de compra, as famílias de menores rendimentos têm uma capacidade de alisamento do consumo mais limitada, dado que possuem uma taxa de poupança mais reduzida e detêm menor riqueza.

II Tema em destaque

Efeitos distributivos sobre as famílias da evolução económica recente

Acumulação de fatores produtivos pelas empresas portuguesas

Efeitos distributivos sobre as famílias da evolução económica recente[1]

Introdução

A economia portuguesa está a sofrer uma sobreposição de choques económicos de magnitude considerável. A recuperação económica no contexto pós-pandémico e a invasão da Ucrânia implicaram um forte aumento da inflação a nível global, que motivou o início de um ciclo de subida das taxas de juro por parte dos principais bancos centrais. Esta conjugação de eventos tem um impacto diferenciado nas famílias, em função das suas caraterísticas socioeconómicas. Este Tema em destaque visa analisar a heterogeneidade subjacente à evolução do rendimento e da riqueza das famílias portuguesas no primeiro semestre de 2022 com base num exercício de simulação. Esta análise é importante para a compreensão da evolução da economia, bem como para o desenho e avaliação das políticas de resposta.

As famílias são desagregadas por quintis de riqueza[2], quintis de rendimento, escolaridade e condição perante o trabalho. A análise conjuga informação sobre a evolução recente do mercado de trabalho, das taxas de juro bancárias, das medidas de política orçamental, dos preços dos ativos e da inflação, traçando a sua relação com a evolução do rendimento e da riqueza dos diferentes grupos de famílias, em termos nominais e reais.

No primeiro semestre estima-se um aumento homólogo de 5,1% do rendimento disponível das famílias. Os rendimentos do trabalho dão um contributo de 4,4 pp para esta variação. O crescimento do rendimento disponível apresenta um perfil decrescente com a riqueza e, principalmente, com o rendimento disponível por adulto equivalente. Isto significa que se assistiu a uma redução da desigualdade na distribuição do rendimento. As famílias do primeiro quintil de rendimento, que no conjunto têm apenas 6,8% do rendimento agregado, têm um crescimento do rendimento disponível bastante mais elevado do que as dos restantes quintis.

Quanto à riqueza, os resultados da simulação mostram um aumento de 12,1%. O aumento da riqueza reflete uma valorização positiva de 10,9% dos ativos e de 1,3% da dívida. O aumento significativo no valor dos ativos é comum a todos os grupos considerados e traduz principalmente o dinamismo do mercado imobiliário e o elevado peso dos imóveis no total de ativos.

Este exercício tem uma natureza necessariamente parcial e não avalia o que aconteceria no caso de adoção de medidas alternativas, habitualmente designado de cenário contrafactual. Não se pretende assim aferir a otimalidade das políticas adotadas.

Adicionalmente, importa reconhecer que algumas bases de dados, pela sua natureza estrutural, nem sempre refletem a realidade mais recente da economia portuguesa. Tal exige a adoção de

1. Preparado por Nuno Alves, João Amador, Sónia Costa, Luísa Farinha, Carlos Melo Gouveia, Cristina Manteu, Fernando Martins, Luís Martins, Sara Riscado, Domingos Seward e Lara Wemans.
2. Os quintis de uma variável consistem em cinco grupos cada um com 20% das famílias ordenadas pelos valores dessa variável. Por exemplo, o primeiro quintil da riqueza líquida inclui o conjunto de 20% de famílias com os valores mais baixos de riqueza líquida, ou seja, as famílias com um valor de riqueza líquida inferior ao percentil 20. Os percentis dividem a população por ordem crescente dos dados em 100 partes iguais.

hipóteses que condicionam a capacidade de captar na sua totalidade as diferentes trajetórias dos agentes económicos.

O exercício aqui apresentado foi desenvolvido para o primeiro semestre de 2022. De acordo com as projeções publicadas neste *Boletim Económico*, o segundo semestre será caraterizado, em termos comparativos, por uma menor criação de emprego, uma inflação mais elevada, taxas de juro mais altas e transferências orçamentais dirigidas às famílias maiores e com uma abrangência diferente da habitual[3]. Deste modo, os resultados agora reportados não são extrapoláveis para o conjunto de 2022.

Arquitetura do exercício

Neste Tema em destaque avalia-se como é que as alterações principais que ocorreram na economia no primeiro semestre de 2022 afetaram o rendimento disponível e a riqueza de diferentes tipos de famílias. Não existindo informação sobre a evolução da distribuição do rendimento e da riqueza neste período, efetuou-se um exercício de simulação. Para tal é essencial dispor de informação sobre as caraterísticas das famílias e dos indivíduos que as compõem, assim como sobre as várias componentes do rendimento e da riqueza.

O Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) de 2020, a última edição disponível, serviu de âncora ao exercício. De notar que os dados de rendimento são de 2019 e os dados da riqueza referem-se ao momento da entrevista (entre outubro de 2020 e fevereiro de 2021). Idealmente os dados utilizados deveriam referir-se ao ano de 2021, ponto de partida para o exercício de simulação. A utilização de dados relativos a um período anterior não invalida, contudo, as conclusões obtidas, uma vez que as diferenças na composição do rendimento e da riqueza entre famílias de diferentes tipos têm uma natureza estrutural. Os resultados obtidos com a amostra do ISFF estão extrapolados para o conjunto de famílias residentes em Portugal.

No exercício efetuado cada uma das componentes do rendimento e da riqueza varia por família ou por indivíduo, em magnitudes que refletem a informação disponível entre os primeiros semestres de 2021 e 2022. A calibração baseia-se em informação de diversas fontes e sempre que possível considera as caraterísticas das famílias ou dos indivíduos. Neste âmbito, foram usados dados microeconómicos do Inquérito ao Emprego, do Inquérito à Despesa das Famílias (IDEF) e do Inquérito às Condições de Vida e Rendimento (EU-SILC), bem como outra informação publicada pelo INE e pelo Banco de Portugal.

O exercício teve por base algumas hipóteses simplificadoras. Em primeiro lugar ignoraram-se as alterações decorrentes apenas da passagem do tempo. No caso do rendimento isto significa que não se consideram alterações da situação no mercado de trabalho associadas ao envelhecimento, ou seja, considerou-se que não existem trabalhadores que passem a reformados, nem estudantes que entrem para a população ativa. No caso da riqueza, não se consideraram as alterações no valor dos ativos reais devido à depreciação, nem as alterações dos montantes em dívida devido a amortizações do capital. Em segundo lugar, considerou-se que os indivíduos não tomaram decisões sobre a composição dos seus ativos e passivos. Assim, na maior parte dos casos, as alterações de valor dos

3. O aumento das transferências orçamentais no segundo semestre estará associado, nomeadamente, à implementação do pacote "Famílias primeiro", apresentado no início de setembro.

ativos, dos passivos e do rendimento e custos que lhes estão associados refletem apenas variações de preço e não de quantidades. Há exceções. No caso do mercado de trabalho, dado o aumento de cerca de 3% do emprego no período em análise, consideraram-se as transições observadas entre o emprego, desemprego e inatividade. No caso das transferências públicas (excluindo pensões e subsídios de desemprego), considerou-se a redução na despesa do Estado, que decorreu da redução do número de famílias elegíveis num contexto de evolução favorável do mercado de trabalho. As hipóteses simplificadoras assumidas contribuem para que os resultados obtidos não traduzam com exatidão as variações observadas nos dados macroeconómicos.

Heterogeneidade na evolução do rendimento disponível real das famílias

Para efeitos da simulação, decompôs-se o rendimento disponível de cada família em rendimento do trabalho por conta de outrem, rendimento do trabalho por conta própria, pensões pagas pelos regimes públicos de proteção social e por planos de pensões privados, subsídios de desemprego, outras prestações provenientes do setor público, transferências privadas regulares, rendimento de bens imobiliários (incluindo as rendas imputadas), rendimento de investimentos financeiros (desagregado em juros recebidos e outros), juros pagos, rendimento de negócios, e ainda de outras fontes que a família possa reportar (por exemplo, indemnizações).

Variação do rendimento associado ao mercado de trabalho

Para simular as alterações ocorridas nos rendimentos associados ao mercado de trabalho classificaram-se todos os indivíduos com 16 ou mais anos numa das seguintes categorias: trabalhadores por conta de outrem, trabalhadores por conta própria, desempregados, reformados, estudantes, outros inativos com idade entre os 18 e os 65 anos e restantes inativos. Estas classificações foram efetuadas levando em conta a principal fonte de rendimento dos indivíduos reportada no ISFF. Isto significa que todos os indivíduos classificados como trabalhadores reportaram rendimentos do trabalho e todos os reformados reportaram rendimentos de pensões. Os desempregados incluem indivíduos que reportaram subsídios de desemprego e os que se auto-classificaram como desempregados. Por fim, os restantes inativos correspondem a indivíduos que não reportaram nenhuma destas fontes de rendimento, sendo considerados estudantes quando assim se auto-classificaram.

A variação das remunerações líquidas dos trabalhadores por conta de outrem foi obtida com base nos microdados do Inquérito ao Emprego, os quais estão disponíveis até ao segundo trimestre de 2022 e permitem implementar uma calibração diferenciada em função das caraterísticas dos indivíduos. Para cada um dos trabalhadores por conta de outrem do Inquérito ao Emprego calcularam-se as taxas de variação homólogas das remunerações líquidas no primeiro e segundo trimestres de 2022. Posteriormente, os indivíduos foram classificados por classe etária (16-24 anos, 25-34 anos, 35-54 anos e 55 anos ou mais) e em cada classe etária por escolaridade (ensino básico ou inferior, secundário e superior). Em cada um dos 12 grupos calculou-se a média das taxas de variação homólogas do primeiro e do segundo trimestres de 2022. Neste cálculo eliminaram-se valores extremos das taxas de variação homólogas individuais. As taxas de variação médias obtidas foram utilizadas para atualizar os salários dos trabalhadores por conta de outrem do mesmo grupo etário e escolaridade na amostra do ISFF. Estas taxas têm um perfil decrescente tanto por idade como

por escolaridade, variando entre cerca de 8,5% nas duas classes etárias mais baixas e escolaridade inferior ao secundário e 4,5% nas duas classes etárias mais elevadas e ensino superior. O perfil decrescente da variação das remunerações com a escolaridade está em linha com o facto de existir uma percentagem significativa de indivíduos que recebe o salário mínimo com escolaridades inferiores e da atualização deste ter sido superior ao aumento das remunerações médias por trabalhador na economia.

Para os trabalhadores por conta própria a informação relativa às remunerações é mais escassa, não existindo microdados relativos à evolução destes rendimentos em 2022. Neste caso assumiu-se como *proxy* para o rendimento por trabalhador o valor agregado do excedente de exploração/rendimento misto (excluindo rendas de habitação) dividido pelo número de trabalhadores por conta própria, obtido com base nos dados das Contas Nacionais. As remunerações dos trabalhadores por conta própria foram atualizadas com base na taxa de variação homóloga do primeiro semestre de 2022 (4%).

Para além das alterações associadas a variações de rendimento por indivíduo, considerou-se também a dinâmica ocorrida no mercado de trabalho. Em particular, levaram-se em conta as transições entre emprego, desemprego e inatividade reportadas nos microdados do Inquérito ao Emprego. Para cada um dos 12 grupos de idade e escolaridade calcularam-se as transições do primeiro e do segundo trimestres de 2022, face aos períodos homólogos, entre emprego e desemprego, emprego e inatividade e desemprego e inatividade, considerando um conceito de inatividade que exclui os reformados e os estudantes. A média destas transições, em percentagem do número de indivíduos do grupo de partida, foi aplicada de forma aleatória à amostra do ISFF, para os respetivos grupos de idade/escolaridade/situação no mercado de trabalho. No caso dos inativos, a seleção dos indivíduos a transitar para o desemprego ou para o emprego foi efetuada apenas no grupo dos outros inativos (inativos excluindo estudantes e reformados) com idade entre os 18 e os 65 anos. Os dados utilizados têm implícito um aumento, em termos homólogos, do número de indivíduos com emprego de 2,4% e reduções do número de desempregados e de inativos de 14,4% e 12,6%, respetivamente. A percentagem de indivíduos desempregados ou inativos que transitam para o emprego é bastante mais elevada nas duas classes etárias mais jovens do que nas restantes, sendo nestas classes transversal aos diferentes níveis de escolaridade.

As transições têm consequências sobre o rendimento. Quando os indivíduos transitam do desemprego para o emprego assume-se que deixam de receber subsídio de desemprego. Estes indivíduos, assim como aqueles que transitam da inatividade para o emprego, passam a receber como remuneração do trabalho a mediana das remunerações do trabalho no primeiro semestre de 2022 (rendimento reportado no ISFF atualizado com o choque de remunerações descrito anteriormente). A utilização da mediana permite levar em conta o facto das remunerações de entrada no mercado de trabalho serem tipicamente inferiores às remunerações médias. Os valores medianos foram calculados para cada um dos 12 grupos idade/escolaridade e diferenciando as remunerações do trabalho por conta de outrem e por conta própria. Para cada indivíduo que transita para o emprego assume-se uma probabilidade de 85% de esta transição ocorrer para a situação de trabalhador por conta de outrem e de 15% para a de trabalhador por conta própria, em linha com a estrutura do emprego.

Pelo contrário, quando os indivíduos transitam do emprego para o desemprego ou para a inatividade considera-se que deixam de receber rendimento do trabalho.

Para os indivíduos que transitam para o desemprego considera-se que têm uma determinada probabilidade de receberem subsídio de desemprego. Considerou-se que os indivíduos que antes de ficarem desempregados eram trabalhadores por conta de outrem têm uma probabilidade maior

de receberem subsídio de desemprego do que os que eram trabalhadores por conta própria (60% face a 35%, valores determinados com base no Inquérito ao Emprego). Assume-se que o subsídio de desemprego corresponde a 65% do valor do rendimento do trabalho, em linha com as regras existentes, e que o valor auferido está dentro dos limites definidos para este subsídio.

Por fim, os indivíduos que transitam do desemprego para a inatividade deixam de receber subsídio de desemprego e os indivíduos que transitam da inatividade para o desemprego não têm alteração de rendimentos.

No Quadro 1, apresentam-se as variações homólogas estimadas em termos líquidos do rendimento do trabalho e de subsídios de desemprego, recebidos pelas famílias no primeiro semestre de 2022. As famílias foram agrupadas de acordo com as suas caraterísticas no ponto de partida do exercício. Os grupos considerados consistem nos quintis de rendimento disponível por adulto equivalente (ou seja, corrigidos da composição do agregado familiar)[4], nos quintis de riqueza e em classes de escolaridade e condição perante o trabalho do indivíduo de referência[5,6].

O rendimento líquido do trabalho aumenta 7,2%, apresentando em todos os grupos uma variação positiva. Os aumentos mais acentuados ocorrem nas famílias que em 2021 se situavam nas classes mais baixas de rendimento e riqueza, assim como para aquelas em que o indivíduo de referência tem uma escolaridade mais baixa ou se encontrava desempregado ou inativo. Nestes grupos observa-se tipicamente uma maior percentagem de indivíduos sem emprego, razão pela qual têm maiores aumentos de rendimento quando o emprego aumenta. Com efeito, quando não se consideram as transições da condição perante o trabalho, o aumento do rendimento do trabalho é menor (5,5%) e menos heterogéneo entre os diferentes grupos de famílias (coluna 2 do quadro 1). Estes resultados continuam a revelar aumentos do rendimento do trabalho maiores nas classes mais baixas de rendimento disponível e de riqueza do que nas mais elevadas. Isto decorre em grande parte de existir uma correlação positiva do rendimento e da riqueza com escolaridade e com a idade e de os aumentos salariais terem sido mais acentuados nas classes de escolaridade mais baixas e nas idades mais jovens.

A evolução favorável do mercado de trabalho justifica a redução de 10,6% do montante agregado de subsídios de desemprego. Esta redução é transversal a todos os grupos, sendo em geral mais significativa nos grupos em que a percentagem de famílias que recebiam subsídio de desemprego no período base era mais elevada. As famílias em que algum membro recebe subsídio de desemprego estão mais concentradas nas classes de rendimento e riqueza mais baixas ou intermédias, enquanto a percentagem de famílias que recebe rendimentos do trabalho aumenta com a riqueza e o rendimento.

4. O rendimento disponível da família foi dividido pelo número de adultos equivalentes em cada família, de acordo com a escala de equivalência modificada da OCDE, que atribui um peso de 1 ao primeiro adulto do agregado, 0,5 aos restantes adultos e 0,3 a cada criança.
5. O indivíduo de referência foi selecionado entre os membros da família de acordo com a definição de Camberra (Nações Unidas, 2011). Na maior parte dos casos corresponde ao indivíduo com maior rendimento na família.
6. Neste Tema em destaque não se apresentam resultados por classes etárias por duas razões. Em primeiro lugar o ISFF 2020 teve alterações metodológicas decorrentes da pandemia, que tiveram como principal implicação uma menor representatividade por classes etárias. Em segundo lugar, as hipóteses simplificadoras adotadas no exercício, nomeadamente a exclusão dos movimentos no mercado de trabalho associados às entradas dos estudantes e às saídas dos reformados, tornam os resultados por idade diferentes dos observados na realidade.

Quadro 1 • Evolução do rendimento do trabalho e de subsídios de desemprego | Percentagem

	TVH no primeiro semestre de 2022			Por memória (dados no período base)			
	Rendimento do trabalho	Rendimento do trabalho (sem transições no mercado de trabalho)	Subsídios de desemprego	Peso das famílias que recebem rendimento do trabalho em cada classe	Peso das famílias que recebem subsídio de desemprego em cada classe	Peso do rendimento do trabalho no rendimento disponível	Peso do subsídio de desemprego no rendimento disponível
Total	7,2	5,5	-10,6	68,1	5,9	61,4	0,9
Percentil do rendimento disponível							
<=20	10,7	6,3	-11,8	55,4	6,3	58,5	1,5
20-40	7,1	5,7	-11,2	66,8	6,1	69,2	1,2
40-60	7,3	5,7	-13,2	69,4	7,0	62,7	1,2
60-80	7,3	5,5	-10,7	71,2	5,4	62,5	0,9
>80	6,0	4,9	-6,1	77,9	4,5	57,3	0,5
Percentil do rendimento disponível por adulto equivalente							
<=20	23,8	5,9	-12,2	43,9	5,2	38,9	1,8
20-40	9,6	6,1	-11,5	65,6	6,8	59,1	1,5
40-60	7,7	5,9	-11,6	70,8	8,2	60,5	1,6
60-80	6,5	5,6	-10,5	79,7	5,9	67,0	0,9
>80	5,1	5,0	-6,2	80,4	3,3	63,0	0,3
Nível de escolaridade do indivíduo de referência							
Até ao básico	10,0	6,4	-8,0	45,4	5,1	47,6	0,9
Secundário	6,9	5,6	-12,7	83,2	7,3	67,2	1,3
Superior	5,9	4,7	-9,5	86,1	5,0	66,7	0,6
Condição perante o trabalho do indivíduo de referência							
Trab. por conta de outrem	6,8	5,6	-8,3	100,0	7,4	82,3	0,9
Trab. por conta própria	5,9	4,6	-6,9	100,0	1,8	72,3	0,2
Desempregado	63,5	6,2	-16,0	42,8	67,6	29,0	29,7
Reformado	12,4	5,7	-11,2	16,6	2,3	9,0	0,5
Outros inativos	93,2	6,2	0,0	6,9	0,0	18,5	0,0

Fonte: Banco de Portugal e INE – Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2020 (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os quintis de riqueza líquida e de rendimento assim como o nível de escolaridade e a condição perante o trabalho do indivíduo de referência referem-se ao período base do exercício de simulação. Os dados apresentados correspondem a resultados de simulação e não pretendem replicar os resultados das Contas Nacionais.

Variação do rendimento de pensões e de outras transferências públicas

As pensões públicas (concedidas pela Segurança Social ou pela Caixa Geral de Aposentações) foram atualizadas de acordo com as regras de atualização regular de 2022[7]. Estas regras determinam aumentos decrescentes com o valor da pensão e que no máximo se situam em 1%. Levou-se igualmente em consideração a atualização extraordinária que garante um crescimento mínimo de 10 euros/mês face

7. As pensões públicas incluem pensões de velhice (reforma) ou de aposentação (no caso da Caixa Geral de Aposentações) assim como pensões de sobrevivência e de invalidez.

ao ano anterior e que se aplica apenas às pensões mais baixas[8]. O incremento líquido do rendimento de pensões foi calculado utilizando as taxas marginais de IRS para 2022. No caso das pensões privadas, tipicamente associadas a fundos de pensões de empresas e que representam apenas cerca de 3% do total de pensões nos dados do ISFF, assumiu-se que foram atualizadas com a taxa de inflação de 2021 (1,3%).

Algumas das restantes prestações provenientes do sector público, nomeadamente o abono de família, o rendimento social de inserção e o complemento solidário para idosos, têm uma evolução que está relacionada com a situação financeira das famílias. Embora todas estas prestações tenham sido atualizadas em 2022, a despesa do setor público com as mesmas reduziu-se no primeiro semestre de 2022. A simulação das famílias que deixaram em 2022 de ter acesso a estes benefícios é um exercício complexo que não se justifica neste Tema em destaque, dado o peso reduzido destas prestações para estes grupos e as suas pequenas variações[9]. Assim, por simplificação, assumiu-se que todas as famílias que recebiam estes benefícios no período base tiveram uma variação homóloga dos mesmos equivalente à redução registada na despesa agregada do Estado com estas prestações no primeiro semestre de 2022 (-3,3%, -5,5% e -2,4%, nos casos do abono de família, do rendimento social de inserção e do complemento solidário para idosos, respetivamente)[10]. No exercício de simulação para as outras transferências públicas considerou-se ainda o Apoio Extraordinário para as Famílias mais Vulneráveis por aumento dos preços dos alimentos de primeira necessidade, cuja primeira tranche de 60 euros foi paga durante o primeiro semestre de 2022. Por simplificação, estes 60 euros foram adicionados às transferências públicas das 1,07 milhões de famílias com menor rendimento bruto por adulto equivalente, uma vez que as condições de exigibilidade estão associadas ao acesso à tarifa social de eletricidade ou ao recebimento de prestações sociais mínimas.

Os resultados da simulação apontam para um aumento homólogo de 1,3% do valor líquido das pensões e das outras transferências públicas recebidas pelas famílias no primeiro semestre de 2022 (Quadro 2). Tal como acontece com o rendimento do trabalho, os aumentos são decrescentes com o rendimento e com a riqueza das famílias assim como com a escolaridade. As famílias que recebem pensões e outras transferências públicas estão, ao contrário do que acontece com os rendimentos do trabalho, mais concentradas nos quintis inferiores de rendimento e riqueza. No primeiro quintil de riqueza, nos dois primeiros quintis de rendimento disponível por adulto equivalente e na escolaridade mais baixa, 70% ou mais das famílias tinham algum membro a receber estes tipos de rendimento, o que compara com 60% no total das famílias (46,3% das famílias recebem pensões e 16,8% recebem outras transferências públicas). Estes rendimentos são particularmente importantes para as famílias que incluem reformados (peso no rendimento disponível de 76,2%) e têm um peso também bastante superior ao da média nas famílias dos primeiros quintis de rendimento disponível por adulto equivalente e de riqueza (respetivamente, 44,9% e 39,8%, face a 24,1% no conjunto das famílias).

8. Esta atualização das pensões foi paga apenas no segundo semestre de 2022, mas foi considerada neste exercício uma vez que teve efeitos retroativos a janeiro de 2022.

9. Os valores do ISFF relativos a estas prestações sociais representam cerca de 50% do valor das mesmas determinado com base no modelo de microsimulação EUROMOD (que utiliza dados do inquérito EU-SILC).

10. No ISFF os dados destas prestações sociais são recolhidos de forma agregada. Para as famílias que receberam este tipo de rendimento no período base impôs-se, para cada grupo de classe etária cruzada com o decil de rendimento, a mesma composição destas prestações no ISFF (em termos de abono de família, rendimento social de inserção, complemento solidário para idosos e restantes prestações sociais), que nos dados que resultam do EUROMOD.

Quadro 2 • Evolução dos rendimentos de pensões e de outras transferências públicas
| Percentagem

	TVH no primeiro semestre de 2022	Por memória (dados no período base)	
	Rendimento de pensões e de outras transferências públicas	Peso das famílias que recebem	Peso no rendimento disponível
Total	1,3	60,0	24,1
Percentil da riqueza líquida			
<=20	1,9	70,9	39,8
20-40	1,8	65,7	22,8
40-60	1,5	59,4	23,5
60-80	1,2	53,4	22,4
>80	0,8	50,7	20,9
Percentil do rendimento disponível por adulto equivalente			
<=20	3,5	72,4	44,9
20-40	2,0	74,1	29,3
40-60	1,3	60,7	24,9
60-80	0,9	47,6	19,7
>80	0,5	45,6	21,1
Nível de escolaridade do indivíduo de referência			
Até ao básico	1,9	77,1	39,2
Secundário	1,1	55,8	19,4
Superior	0,6	35,6	16,3
Condição perante o trabalho do indivíduo de referência			
Trab. por conta de outrem	1,6	38,2	5,0
Trab. por conta própria	1,9	37,6	5,9
Desempregado	1,5	60,6	22,1
Reformado	1,3	100,0	76,2
Outros inativos	6,5	20,5	14,9

Fonte: Banco de Portugal e INE – Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2020 (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os quintis de riqueza líquida e de rendimento assim como o nível de escolaridade e a condição perante o trabalho do indivíduo de referência referem-se ao período base do exercício de simulação. Os dados apresentados correspondem a resultados de simulação e não pretendem replicar os resultados das Contas Nacionais.

Variação dos outros rendimentos

Os outros rendimentos analisados nesta subsecção incluem juros recebidos deduzidos dos juros pagos, rendimentos de investimentos financeiros que não juros (por exemplo, dividendos de ações cotadas), lucros distribuídos de negócios, rendas (rendas efetivas recebidas e rendas imputadas), transferências privadas regulares, e rendimentos de outras fontes.

A variação homóloga dos juros recebidos no primeiro semestre de 2022 foi calculada multiplicando a variação da taxa de juro dos saldos de depósitos das famílias, obtida com base nos dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras do Banco de Portugal, pelo valor dos depósitos a prazo do ISFF e deduzindo uma taxa de imposto de 28%. Para os juros pagos, o ISFF inclui informação que permite diferenciar a evolução por família. Em particular, é possível identificar para cada empréstimo qual o valor da taxa de juro, se foi contratado a taxa fixa ou variável e, no caso de taxa variável, qual o indexante que se aplica. Isto permitiu que a variação dos juros pagos fosse calculada empréstimo a empréstimo, multiplicando o saldo em dívida pela variação do valor médio do indexante (Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses) entre o primeiro semestre de 2021 e o primeiro semestre de 2022. Tanto a taxa de juro dos depósitos como as taxas de juro dos empréstimos permaneceram no primeiro semestre de 2022 num nível muito reduzido e marginalmente inferior ao registado no

primeiro semestre de 2021. Em média no primeiro semestre de 2022, a taxa de juro dos depósitos situou-se 0,02 pp abaixo do valor do primeiro semestre de 2021 e as taxas Euribor utilizadas neste período como indexantes para os prazos 1, 3, 6 e 12 meses reduziram-se respetivamente 0,01 pp, 0,02 pp, 0,03 pp e 0,13 pp.

O rendimento de investimentos financeiros que não juros e os lucros distribuídos de negócios foram atualizados com a taxa de variação homóloga no primeiro trimestre de 2022 dos dados das Contas Nacionais relativos aos rendimentos distribuídos das sociedades recebidos pelas famílias (8,3%). As rendas efetivas e imputadas foram atualizadas com a taxa de variação homóloga do índice de preços das rendas no primeiro semestre de 2022 (2,4%)[11]. As transferências privadas regulares foram atualizadas com a taxa de inflação de 2021 (1,3%), uma vez que esta é a regra de atualização das pensões de alimentos, que constituem uma parte importante destas transferências. Esta taxa foi também utilizada para atualizar os rendimentos de outras fontes que a família possa reportar (por exemplo, indemnizações).

Existem cerca de 75% das famílias que beneficiam destes outros rendimentos excluindo juros e o seu peso no rendimento disponível no período base é 14,6% (Quadro 3). O peso destes rendimentos é crescente com os quintis de riqueza, passando de 1,6% no primeiro quintil para 21,9% no último, o que reflete o facto destes rendimentos estarem em grande parte associados à posse de ativos. Por quintis de rendimento, o peso no rendimento disponível apresenta uma variabilidade muito mais reduzida. O peso ligeiramente mais elevado no primeiro quintil de rendimento decorre das rendas imputadas e, no último quintil, das rendas efetivas, dos rendimentos de investimentos financeiros e de negócios.

O conjunto dos outros rendimentos (incluindo juros recebidos deduzidos de juros pagos) aumenta 3,2% em termos homólogos no primeiro semestre de 2022. As taxas de crescimento são relativamente idênticas nos vários grupos de famílias, o que decorre de não ter sido possível incluir hipóteses de variação de cada uma das componentes diferenciadas pelo tipo de família. No primeiro quintil de riqueza estes rendimentos têm uma taxa de crescimento elevada, mas têm um peso reduzido no rendimento disponível. Para este crescimento elevado contribui o efeito da redução das taxas de juro, uma vez que neste quintil de riqueza o peso dos juros pagos face ao dos juros recebidos é muito mais elevado do que nos restantes.

Os juros pagos e os juros recebidos têm reduções de 3,2% e 32,2%, respetivamente, o que se traduz num aumento de 1,7% dos juros líquidos (juros recebidos deduzidos de juros pagos). Os juros líquidos aumentam em praticamente todos os grupos considerados. No último quintil de riqueza e nas famílias em que o indivíduo de referência era desempregado no período base permanecem relativamente estáveis. Nas famílias em que o indivíduo de referência é reformado reduzem-se 13%, devido à reduzida percentagem de famílias com empréstimos. A percentagem de famílias com depósitos a prazo é ligeiramente mais elevada do que a percentagem com empréstimos (47,1% e 43,6%, respetivamente). No entanto, no ISFF os montantes dos empréstimos são bastante mais elevados, o que em conjunto com os níveis mais elevados das taxas de juro dos empréstimos se traduz num peso negativo dos juros líquidos no rendimento disponível das famílias (-1%). Nas classes mais baixas de rendimento e riqueza este peso negativo é ligeiramente mais elevado. Isto significa que as famílias destes grupos com dívida a taxa variável são potencialmente mais afetadas pelo aumento das taxas de juro que ocorreu a partir do segundo semestre de 2022.

11. As rendas imputadas não fazem parte dos dados do ISFF. Os valores utilizados correspondem a 2,4% do valor da residência principal de cada família proprietária. Esta percentagem é aquela que permite que o total das rendas imputadas tenha um peso no rendimento disponível igual ao que tem nos dados das Contas Nacionais em 2019, ou seja, no período a que se referem os dados do ISFF.

Quadro 3 • Evolução dos outros rendimentos | Percentagem

	TVH no primeiro semestre de 2022			Por memória (dados no período base)				
	Outros rendimentos	Dos quais: Outros rendimentos excluindo juros pagos e recebidos	Dos quais: Juros juros recebidos deduzidos de juros pagos	Peso das famílias que recebem outros rendimentos excluindo juros	Peso das famílias que têm depósitos a prazo	Peso das famílias que têm empréstimos	Peso dos outros rendimentos excluindo juros no rendimento disponível	Peso dos juros recebidos deduzidos dos juros pagos no rendimento disponível
Total	3,2	2,8	1,7	75,3	47,1	43,6	14,6	-1,0
Percentil da riqueza líquida								
<=20	24,1	2,1	1,2	15,1	19,2	25,9	1,6	-1,4
20-40	3,3	2,2	2,7	75,1	42,1	48,9	8,4	-1,6
40-60	3,8	3,2	2,6	94,2	48,7	48,1	13,8	-1,2
60-80	2,8	2,5	1,5	96,5	58,2	48,6	15,1	-0,9
>80	3,1	3,0	-0,3	95,8	67,5	46,4	21,9	-0,6
Percentil do rendimento disponível por adulto equivalente								
<=20	3,0	2,5	1,4	56,3	27,2	21,7	16,3	-1,9
20-40	3,0	2,4	1,1	65,2	33,6	44,9	11,8	-1,7
40-60	3,2	2,8	2,4	76,9	48,0	40,3	14,0	-1,0
60-80	3,0	2,6	2,5	86,6	59,4	57,6	13,5	-1,1
>80	3,3	3,2	0,9	91,3	67,1	53,0	16,2	-0,6
Nível de escolaridade do indivíduo de referência								
Até ao básico	3,0	2,8	0,7	68,1	36,8	25,4	13,0	-0,8
Secundário	3,0	2,7	1,8	76,2	46,8	54,6	13,2	-1,1
Superior	3,4	3,0	2,1	87,0	66,2	59,4	17,5	-1,1
Condição perante o trabalho do indivíduo de referência								
Trab. por conta de outrem	3,3	2,7	2,5	78,7	51,0	63,1	13,0	-1,2
Trab. por conta própria	4,3	3,9	2,1	88,0	48,9	58,0	23,2	-1,5
Desempregado	2,4	2,3	0,1	73,6	31,2	26,3	20,1	-0,8
Reformado	2,4	2,6	-13,0	67,9	42,3	12,6	14,4	-0,2
Outros inativos	2,5	2,3	2,1	63,4	29,0	18,7	70,7	-4,1

Fonte: Banco de Portugal e INE – Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2020 (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os quintis de riqueza líquida e de rendimento assim como o nível de escolaridade e a condição perante o trabalho do indivíduo de referência referem-se ao período base do exercício de simulação. Os dados apresentados correspondem a resultados de simulação e não pretendem replicar os resultados das Contas Nacionais.

Variação do rendimento disponível nominal e real das famílias

As variações no rendimento descritas anteriormente traduzem-se num aumento homólogo de 5,1% do rendimento disponível das famílias em termos nominais no primeiro semestre de 2022 (Quadro 4). Os rendimentos do trabalho dão um contributo de 4,4 pp para esta variação, os subsídios de desemprego um contributo marginalmente negativo (-0,1 pp), as pensões e as outras transferências públicas têm um contributo de 0,3 pp e os outros rendimentos têm um contributo de 0,4 pp. A predominância do contributo do rendimento do trabalho reflete o peso deste rendimento no rendimento disponível (61,4%) assim como o facto de ser a componente entre estes grupos de rendimento com o aumento mais acentuado.

Por grupos de famílias, o crescimento do rendimento disponível em termos nominais apresenta, tal como o do rendimento do trabalho, um perfil decrescente com a riqueza e, principalmente, com o rendimento disponível por adulto equivalente. Isto significa que se assistiu a uma redução da desigualdade na distribuição do rendimento. As famílias do primeiro quintil de rendimento, que no conjunto têm apenas 6,8% do rendimento agregado, têm um crescimento do rendimento disponível bastante mais elevado do que as dos restantes quintis. Isto reflete principalmente um contributo mais elevado do rendimento do trabalho, mas também das pensões. O contributo significativo do rendimento do trabalho nesta classe decorre principalmente da evolução favorável do emprego e, em menor grau, do crescimento mais acentuado das remunerações dos trabalhadores por conta de outrem com escolaridade mais baixa. O impacto positivo do dinamismo do mercado de trabalho no rendimento disponível é igualmente ilustrado pelo aumento acentuado deste rendimento para as famílias em que o indivíduo de referência estava desempregado ou numa situação de inatividade no período base.

Num contexto de significativo aumento da taxa de inflação é relevante analisar os seus efeitos distributivos sobre o rendimento disponível das famílias em termos reais. Com base na metodologia descrita na Caixa 6 "Estimativas de inflação por nível de rendimento e escalão etário" deste *Boletim Económico*, calcularam-se taxas de variação homólogas do Índice de Preços no Consumidor (IPC) no primeiro semestre de 2022 por decis de rendimento disponível por adulto equivalente, cruzados com as classes etárias do representante da família[12]. Estas taxas foram utilizadas para deflacionar o rendimento disponível de cada uma das famílias.

A inflação no primeiro semestre de 2022 calculada com base na estrutura de famílias do ISFF ascendeu a 6,2%, o que implica uma diminuição do rendimento disponível real das famílias de 1% em termos homólogos[13]. Em linha com as conclusões da Caixa 6 "Estimativas de inflação por nível de rendimento e escalão etário" deste Boletim Económico, a taxa de inflação apresenta uma variabilidade muito reduzida entre os grupos de famílias apresentados no Quadro 4, situando-se entre 6,0% e 6,4%. A caixa detalha as razões subjacentes a este resultado. Dada a pequena variabilidade da taxa de inflação entre famílias, aquelas em que o rendimento nominal regista aumentos menos expressivos são também as que têm uma maior redução do rendimento em termos reais: -3,5% nas famílias em que o indivíduo de referência se encontra reformado, e entre -2% e -1,5% nos quintis mais elevados de rendimento e riqueza e nas famílias em que o indivíduo de referência tem o ensino superior. Nas famílias com maiores aumentos dos rendimentos nominais, o rendimento real registou um crescimento no primeiro semestre: 4,5% no primeiro quintil de rendimento, 0,7% no primeiro quintil de riqueza, 7,9% nas famílias em que o indivíduo de referência estava desempregado em 2021 e 13% nas famílias em que o indivíduo de referência se encontrava numa situação de inatividade, excluindo a reforma[14]. Quando se excluem as transições no mercado de trabalho todos os grupos de famílias têm uma redução real do rendimento disponível. Este facto sublinha a importância do dinamismo do mercado de trabalho para o crescimento do rendimento disponível neste período.

12. Para efeitos do cruzamento dos dados do ISFF com os dados do IDEF utilizou-se a idade do representante da família (indivíduo designado como tal pelo agregado) por ser um conceito idêntico nos dois inquéritos. O representante da família pode diferir do indivíduo de referência utilizado no cálculo dos dados constantes nos quadros deste Tema em destaque e que corresponde em geral ao indivíduo com maior rendimento no agregado.

13. A taxa de inflação foi medida com base no IPC porque é o índice de preços que reflete a estrutura de consumo da população residente em Portugal e que permite obter estimativas de inflação para diferentes grupos de famílias. A variação homóloga do rendimento disponível real do conjunto das famílias no primeiro semestre de 2022 calculada com base no deflator do consumo privado seria mais elevada (0,4%, em vez de -1%), uma vez que o deflator do consumo privado tem neste período uma taxa de crescimento inferior à do IPC (4,7%, face a 6,2%).

14. O grupo de famílias em que o indivíduo de referência se encontra numa situação de inatividade não sendo reformado tem um peso de apenas 1,7% no conjunto das famílias em Portugal e abrange um número reduzido de famílias na amostra do ISFF, pelo que estes dados devem ser interpretados com cautela.

Quadro 4 • Evolução do rendimento disponível nominal e real | Percentagem

	TVH no primeiro semestre de 2022		Contributos para a variação do rendimento disponível nominal (pp)					Por memória (dados no período base)		
	Rendim. disponível real	Rendim. disponível nominal	Rendim. do trabalho	Subsídios de desemprego	Rendim. de pensões e de transf. públicas	Outros rendim.	Taxa de inflação homóloga no primeiro semestre de 2022	Peso das famílias no total da população	Distribuição do rendim. disponível nominal	Rendim. disponível nominal médio por família (milhares, eur.)
Total	-1,0	5,1	4,4	-0,1	0,3	0,4	6,2	100,0	100,0	23,9
Percentil da riqueza líquida										
<=20	0,7	6,9	6,3	-0,2	0,7	0,0	6,2	20,0	11,0	13,1
20-40	-0,7	5,4	4,9	-0,1	0,4	0,2	6,1	20,0	15,7	18,7
40-60	-0,9	5,3	4,6	-0,2	0,4	0,5	6,2	20,0	17,5	21,0
60-80	-1,0	5,2	4,6	-0,1	0,3	0,4	6,2	20,0	21,7	25,9
>80	-1,7	4,3	3,5	0,0	0,2	0,7	6,1	20,0	34,1	41,0
Percentil do rendimento disponível por adulto equivalente										
<=20	4,5	11,0	9,2	-0,2	1,5	0,4	6,2	20,0	6,8	8,2
20-40	0,2	6,4	5,7	-0,2	0,6	0,3	6,1	20,0	12,7	15,2
40-60	-1,0	5,2	4,6	-0,2	0,3	0,4	6,2	20,0	16,8	19,9
60-80	-1,5	4,8	4,3	-0,1	0,2	0,4	6,4	20,0	22,9	27,4
>80	-2,0	3,8	3,2	0,0	0,1	0,5	6,0	20,0	40,8	48,7
Nível de escolaridade do indivíduo de referência										
Até ao básico	-0,4	5,8	4,8	-0,1	0,7	0,4	6,2	41,6	29,0	16,7
Secundário	-1,1	5,1	4,6	-0,2	0,2	0,4	6,2	35,4	36,4	24,6
Superior	-1,5	4,5	3,9	-0,1	0,1	0,6	6,1	23,0	34,6	36,0
Condição perante o trabalho do indivíduo de referência										
Trab. por conta de outrem	-0,1	6,0	5,6	-0,1	0,1	0,4	6,2	53,6	62,6	27,9
Trab. por conta própria	-0,8	5,3	4,3	0,0	0,1	0,9	6,2	8,0	9,9	29,8
Desemp.	7,9	14,5	18,4	-4,7	0,3	0,5	6,2	1,4	0,8	13,6
Reformado	-3,5	2,4	1,1	-0,1	1,0	0,3	6,1	35,4	26,4	17,9
Outros inativos	13,0	19,9	17,3	0,0	1,0	1,7	6,1	1,7	0,3	4,1

Fonte: Banco de Portugal e INE – Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2020 (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os quintis de riqueza líquida e de rendimento assim como o nível de escolaridade e a condição perante o trabalho do indivíduo de referência referem-se ao período base do exercício de simulação. Os dados apresentados correspondem a resultados de simulação e não pretendem replicar os resultados das Contas Nacionais. A taxa de crescimento real do rendimento disponível é obtida com a seguinte fórmula: (1+taxa de crescimento nominal) / (1+taxa de inflação) - 1.

Heterogeneidade na evolução da riqueza líquida

O exercício de simulação da riqueza procura avaliar como é que as alterações nos preços de mercado dos ativos afetariam a evolução da riqueza líquida (ou seja, a diferença entre o valor dos ativos e da dívida) dos diferentes grupos de famílias, entre junho de 2021 e junho de 2022, num contexto de carteiras invariantes.

Os ativos foram desagregados em propriedades imobiliárias (residência principal e outros imóveis), veículos motorizados, negócios, bens valiosos, depósitos à ordem, depósitos a prazo, fundos de investimento, títulos de dívida, ações cotadas, planos voluntários de pensões, empréstimos privados concedidos por algum membro do agregado, ativos que as famílias detenham em contas geridas por bancos ou empresas de investimento, ou qualquer outro ativo financeiro que não esteja ainda contabilizado nas rubricas anteriores (por exemplo, derivados financeiros ou patentes). O passivo foi decomposto em empréstimos garantidos por imóveis de que o agregado é proprietário (a residência principal ou outros) e em outras dívidas.

A residência principal foi valorizada de forma diferenciada por localização geográfica (NUTS II), com base nas taxas de variação homólogas de junho de 2022 do valor mediano de avaliação bancária por metro quadrado publicado pelo INE[15]. Os restantes imóveis foram valorizados com a variação deste indicador para o total do país (15,8%). No caso dos restantes ativos consideraram-se variações dos preços iguais para todas as famílias, devido à falta de informação para implementar variações heterogéneas. Os veículos e os bens de valor foram valorizados com a taxa de inflação de junho de 2022 (8,7%), o que está em linha com a hipótese de que não existe depreciação dos ativos reais. Os negócios foram valorizados com a taxa de variação homóloga dos dados das Contas Financeiras relativas às ações não cotadas e outras participações na posse das famílias, do primeiro trimestre de 2022 (1,5%). As ações cotadas foram valorizadas com uma média ponderada das taxas de variação homólogas dos índices de preços de ações em Portugal e na área do euro em junho de 2022 (11,9%). O ponderador foi calculado com base nas respostas das famílias no ISFF sobre a detenção de ações de empresas estrangeiras. As obrigações foram valorizadas com a média ponderada das taxas de variação homólogas de junho de 2022 de índices de obrigações da Bloomberg relativos ao valor das obrigações do tesouro, de empresas não financeiras e de empresas financeiras na área do euro (-12,7%). O ponderador foi calculado com base nas respostas das famílias no ISFF sobre o tipo de obrigações que detêm. Os fundos de investimento foram valorizados com uma média ponderada da valorização dos imóveis, ações cotadas e obrigações, que levou em conta o tipo de fundos reportados pelas famílias no ISFF (4,7%). O valor dos depósitos foi aumentado no valor dos juros acumulado no ano que termina em junho de 2022, utilizando-se para o efeito os dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras do Banco de Portugal para as taxas de juro de saldos de depósitos das famílias (0,079%). Esta taxa de juro foi igualmente utilizada para atualizar o valor dos restantes ativos financeiros. No caso da dívida assumiu-se o refinanciamento da dívida que vence no período incluindo os juros do período. Neste cálculo utilizou-se o valor médio entre julho de 2021 e junho de 2022 das taxas de juro dos saldos de empréstimos para habitação e para consumo e outros fins das Estatísticas Monetárias e Financeiras do Banco de Portugal (0,9% e 6,1%, respetivamente). Por fim, para deflacionar a riqueza líquida de cada uma das famílias utilizou-se a taxa de inflação homóloga de junho de 2022 calculada por decis de rendimento disponível por adulto equivalente, cruzados com as classes etárias do representante da família.

15. As taxas de variação consideradas foram as seguintes: 15,1% no Norte; 13,1% no Centro; 16,9% na Área Metropolitana de Lisboa; 12,1% no Alentejo; 20,4% no Algarve; 6,5% na Região Autónoma dos Açores e 12,7% na Região Autónoma da Madeira.

Quadro 5 • Evolução da riqueza nominal e real | Percentagem

	TVH em junho de 2022					Contributos para a variação da riqueza líquida nominal (pp)			Taxa de inflação homóloga em junho de 2022	Por memória (dados no período base):			
	Riqueza líquida em termos reais	Riqueza líquida em termos nominais	Ativos	Dos quais: Imóveis	Dívida	Ativos	Dos quais: Imóveis	Dívida		Peso da dívida nos ativos	Peso dos imóveis nos ativos	Distribuição da riqueza líquida nominal	Riqueza líquida média (milhares, eur.)
Total	3,1	12,1	10,9	15,3	1,3	12,3	10,2	-0,2	8,8	11,3	66,4	100,0	197,0
Percentil da riqueza líquida													
<=20	37,6	49,5	10,1	15,2	2,2	60,3	8,1	-10,8	8,7	83,3	53,4	0,2	1,6
20-40	10,1	19,6	12,4	14,9	1,4	20,6	11,5	-0,9	8,7	39,9	77,3	4,3	42,1
40-60	6,4	15,6	12,6	15,0	1,4	16,0	12,0	-0,4	8,7	21,0	80,2	10,1	100,1
60-80	4,7	13,9	12,3	15,0	1,3	14,0	11,7	-0,2	8,7	12,7	78,1	18,4	180,8
>80	1,6	10,5	10,0	15,6	1,1	10,6	9,3	-0,1	8,8	8,1	59,5	67,0	662,4
Percentil do rendimento disponível por adulto equivalente													
<=20	3,0	11,9	10,6	14,8	1,6	12,1	10,0	-0,2	8,6	12,2	67,5	7,8	77,4
20-40	4,9	14,0	11,9	14,9	1,6	14,4	11,3	-0,3	8,7	17,3	75,4	9,1	89,9
40-60	3,7	12,8	11,3	15,2	1,3	13,0	10,6	-0,2	8,8	13,2	69,7	13,8	134,9
60-80	4,8	13,9	12,0	15,3	1,3	14,2	11,4	-0,2	8,7	15,5	74,3	18,6	182,9
>80	1,9	10,9	10,2	15,6	1,2	11,0	9,4	-0,1	8,8	10,8	60,3	50,7	498,2
Nível de escolaridade do indivíduo de referência													
Até ao básico	2,6	11,5	10,8	14,8	1,6	11,6	10,2	-0,1	8,7	7,2	68,8	25,7	121,9
Secundário	3,0	12,1	10,6	15,4	1,4	12,3	9,8	-0,2	8,9	13,5	63,7	33,0	183,6
Superior	3,5	12,5	11,1	15,6	1,2	12,7	10,5	-0,2	8,7	11,9	67,2	41,3	353,5
Condição perante o trabalho do indivíduo de referência													
Trab. por conta de outrem	4,2	13,4	11,4	15,3	1,3	13,7	10,7	-0,3	8,8	16,8	69,7	50,4	185,5
Trab. por conta própria	0,9	9,8	9,0	15,5	1,3	9,9	8,0	-0,1	8,8	9,0	51,9	16,9	417,4
Desemp.	6,1	15,6	14,2	15,6	1,5	15,7	13,7	-0,2	8,9	9,9	87,9	0,7	90,6
Reformado	2,2	11,1	10,9	15,3	1,7	11,2	10,4	0,0	8,7	2,2	67,7	31,1	173,2
Outros inativos	5,1	14,3	12,8	15,3	1,6	14,5	12,1	-0,2	8,8	11,9	78,9	1,0	113,3

Fonte: Banco de Portugal e INE – Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2020 (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os quintis de riqueza líquida e de rendimento assim como o nível de escolaridade e a condição perante o trabalho do indivíduo de referência referem-se ao período base do exercício de simulação. Os dados apresentados correspondem a resultados de simulação e não pretendem replicar os resultados das Contas Nacionais. A taxa de crescimento real da riqueza é obtida com a seguinte fórmula: (1+taxa de crescimento nominal) / (1+taxa de inflação) - 1.

A simulação conjunta destas variações resulta num aumento da riqueza de 12,1% em termos nominais e de 3,1% em termos reais, o que tem subjacente uma taxa de inflação de 8,8% (Quadro 5). O aumento da riqueza reflete um aumento de 10,9% do valor dos ativos e de 1,3% do valor da dívida. O aumento significativo no valor dos ativos é comum a todos os grupos considerados e traduz principalmente o dinamismo do mercado imobiliário e o elevado peso dos imóveis no total de ativos. Segundo os dados do ISFF 2020, os imóveis representam 66,4% dos ativos totais das famílias e, em todos os grupos considerados, correspondem a mais de metade do valor dos ativos.

Sempre que o valor dos ativos aumenta significativamente, e de forma transversal aos vários tipos de famílias, a desigualdade da distribuição da riqueza reduz-se. Com efeito, nestas circunstâncias, as famílias que têm um maior peso da dívida face aos ativos são as que têm maiores acréscimos em percentagem no valor da riqueza líquida (efeito alavancagem)[16]. Este efeito justifica as taxas de crescimento muito elevadas da riqueza líquida no quintil mais baixo desta variável (onde a dívida representa mais de 80% do valor dos ativos) assim como o perfil decrescente destas taxas à medida que a riqueza líquida aumenta (ou seja, que a alavancagem se reduz). É importante ter presente que as famílias do primeiro quintil de riqueza detêm apenas 0,2% da riqueza total e, portanto, mesmo com um aumento muito significativo em termos percentuais, a riqueza destas famílias permanece muito reduzida face à das restantes famílias.

Por quintis de rendimento líquido por adulto equivalente, os rácios da dívida face aos ativos apresentam uma menor heterogeneidade, sendo apenas ligeiramente mais elevados nas três classes intermédias. Nas classes extremas do rendimento, o crescimento da riqueza líquida é ainda contido pela menor valorização dos ativos, a qual decorre em grande parte do menor peso dos imóveis. Na classe mais elevada de rendimento, assim como na classe mais elevada da riqueza a composição dos ativos é mais diversificada do que nas restantes. Em particular, os negócios, que tiveram uma valorização mais reduzida do que os imóveis, têm um peso superior nestas classes.

Conclusões

Os exercícios de simulação ilustram o valor de analisar a heterogeneidade subjacente aos dados macroeconómicos, em particular num contexto como o atual, caraterizado pela sobreposição de choques de magnitude significativa.

A dinâmica do mercado de trabalho é o elemento crucial que determina a heterogeneidade da evolução do rendimento das famílias. Tão importante como analisar a evolução das remunerações por trabalhador é compreender a dinâmica dos fluxos no mercado de trabalho, nomeadamente a dinâmica de contratações e separações de empregos da qual resulta a criação líquida de emprego. O primeiro semestre do ano foi caraterizado por uma forte criação de emprego e uma significativa diminuição do desemprego em termos homólogos. Num quadro de já elevada participação no mercado de trabalho, esta evolução beneficiou as famílias de menor rendimento e riqueza. O aumento do salário mínimo acima da média da distribuição também reforçou este resultado.

Em termos globais, as simulações sugerem que houve uma diminuição da desigualdade na distribuição do rendimento e da riqueza no primeiro semestre do ano. No caso do rendimento, este resultado está ancorado no dinamismo do mercado de trabalho e nos maiores aumentos salariais das remunerações mais baixas. No caso da riqueza líquida, a diminuição da desigualdade reflete a conjugação de dois efeitos: por um lado, o dinamismo do preço das habitações, que implicou um forte aumento do valor dos ativos nos vários segmentos da população; por outro lado, o chamado efeito alavancagem, que implica que as famílias com um maior peso da dívida

16. A variação percentual da riqueza líquida é dada pela fórmula seguinte, em que A representa o valor dos Ativos, D o valor da dívida e Δ a variação:

$$\frac{\Delta(A-D)}{A-D} = \frac{\Delta A}{A}\frac{A}{A-D} - \frac{\Delta D}{D}\frac{D}{A-D} = \frac{\Delta A}{A}\frac{1}{1-\frac{D}{A}} - \frac{\Delta D}{D}\frac{1}{\frac{A}{D}-1}$$

Num contexto em que a variação da dívida seja muito pequena face à variação dos ativos, o primeiro termo da última igualdade é o que domina o resultado, ou seja, a variação da riqueza líquida vai depender essencialmente da variação percentual dos ativos ($\frac{\Delta A}{A}$) e de um fator que depende positivamente do grau de alavancagem ($\frac{D}{A}$).

face aos ativos — tipicamente as famílias jovens e as famílias com menor riqueza — são as que registam uma maior subida percentual da riqueza líquida.

É importante sublinhar que a análise se centrou na evolução no primeiro semestre de 2022 e não pode ser extrapolada para o futuro. Os choques económicos assinalados estão em ainda curso, em alguns casos espera-se que se agravem e os seus efeitos sobre as famílias propagam-se de forma desfasada. O futuro próximo deverá ser caraterizado por uma inflação elevada, a continuação do processo de subida de taxas de juro, uma desaceleração da atividade económica, um menor dinamismo no mercado de trabalho, bem como pela adoção de medidas adicionais de apoio às famílias. Neste quadro exigente, o aprofundamento desta análise será uma prioridade.

Acumulação de fatores produtivos pelas empresas portuguesas[1]

Introdução

A análise da acumulação e utilização de fatores produtivos assume grande relevância na compreensão do crescimento das economias no longo prazo. No processo produtivo as empresas combinam trabalho e capital, pelo que a caraterização deste processo deve ser realizada com base em dados abrangendo os diversos fatores de produção. Neste Tema em destaque apresenta-se evidência conjunta sobre a utilização do trabalho e do capital por parte das empresas portuguesas, tirando partido, em particular, da recente disponibilização de séries económicas consistentes de *stocks* e fluxos de ativos tangíveis em Gouveia e Pereira (2022). O recurso a dados microeconómicos permite tomar em consideração a heterogeneidade do tecido empresarial e alargar as ferramentas analíticas. A análise adota uma perspetiva setorial, abrangendo a generalidade dos setores produtores de bens e serviços mercantis não-financeiros, para o período de 2006 a 2020.

Na primeira parte deste Tema em destaque apresenta-se um conjunto de factos estilizados de natureza estrutural, designadamente sobre a complementaridade na utilização do capital e do trabalho e a relação entre a dimensão das empresas e a dinâmica da acumulação de fatores produtivos. Na segunda parte faz-se uma análise da trajetória do capital e do trabalho entre 2006 e 2020, no contexto dos desenvolvimentos cíclicos do período.

Dados

As séries do capital são provenientes de Gouveia e Pereira (2022), que tomaram como ponto de partida a informação contabilística reportada pelas empresas na Informação Empresarial Simplificada (IES). Estes autores empregam o método de inventário permanente, sendo o *stock* de capital obtido como a acumulação dos fluxos, partindo de um capital inicial e deduzindo-se a depreciação no período. Tais séries abrangem somente os ativos tangíveis — note-se, porém, que no decurso do texto se faz referência ao capital sem esta qualificação. O cálculo foi feito separadamente por tipo de bem, utilizando-se taxas de amortização específicas ao bem e ao setor e deflatores específicos ao bem. A análise neste Tema em destaque centra-se no capital total das empresas, somando todas as classes de ativos.[2]

Os dados relativos ao fator trabalho são retirados diretamente da IES, que inclui dois tipos de informação: o número de pessoas ao serviço da empresa, a tempo completo e a tempo parcial, e os gastos com o pessoal reportados na conta de resultados. Esta segunda variável (em termos reais) tem a vantagem de refletir a diferenciação na qualidade da mão-de-obra captada pelo salário, além de permitir uma melhor medição da respetiva quantidade, no que se refere às horas trabalhadas. Assim, aproximou-se o fator trabalho pela massa salarial, valorizada, tal como o capital, a preços

1. Preparado por Manuel Coutinho Pereira.
2. Gouveia e Pereira (2022) apresentam alguns resultados diferenciando por tipo de bem. As séries de investimento compiladas no âmbito deste projeto foram objeto de análise no Tema em destaque "Uma análise microeconómica do investimento das empresas portuguesas entre 2006 e 2017", publicado no *Boletim Económico* de dezembro de 2019.

constantes de 2020. De referir que, em muitas das análises apresentadas no decurso do texto, ambos os indicadores conduzem a resultados semelhantes. Além disso, na análise da relação entre a intensidade tecnológica e as qualificações dos trabalhadores, utilizou-se o rácio entre a massa salarial e o emprego como indicador da qualidade da mão-de-obra.

Os setores de atividade considerados são oito: (i) agricultura e pescas, (ii) indústria transformadora e mineira, (iii) eletricidade, gás e água, (iv) construção, (v) comércio e reparação, (vi) alojamento e restauração, (vii) transportes e armazenagem, e (viii) serviços de comunicação, administrativos e de consultoria. Excluíram-se os setores financeiro e segurador, os setores produtores, em parte ou na sua totalidade, de serviços de caráter não mercantil, como a administração pública, a saúde e a educação, e ainda o setor das atividades imobiliárias, cuja medição dos fluxos de capital se revela problemática. Optou-se por incluir o setor da agricultura, não obstante a IES cubra somente uma parte da atividade deste setor, compreendendo as empresas de maior dimensão (fenómeno idêntico ocorrerá, em menor grau, noutros setores, designadamente na construção). Com efeito, embora continue a ser menos representativo do que a média, em termos do trabalho e do capital detidos, é o setor com maior crescimento do número de empresas no período 2006-2020 (ver abaixo). A criação de empresas medida pelos dados da IES abrange o estabelecimento de novas sociedades comerciais, mas também pode ter lugar quando empresários em nome individual, já em atividade, atinjam o patamar de volume de negócios (atualmente, 200 mil euros) que os obriga a deter contabilidade organizada. Excluíram-se da base de dados as empresas que apresentavam simultaneamente capital, massa salarial e vendas nulas durante a totalidade do período amostral; após esta exclusão, a base de dados contém 587 633 empresas.

O *stock* de capital de três setores — eletricidade, gás e água, construção, e transportes e armazenagem — foi muito afetado pela reclassificação como ativos intangíveis no Sistema de Normalização Contabilística (SNC) dos bens de capital utilizados pelas empresas em regime de concessão, que no Plano Oficial de Contas (POC) eram registados como ativos tangíveis no balanço da empresa concessionária (Gouveia e Pereira, 2022). Assim, para estes três setores, considerou-se apenas o período posterior à introdução do SNC, em 2010. Além disso, nestas circunstâncias o *stock* de ativos tangíveis fornece uma imagem particularmente incompleta do capital usado pelas empresas. De notar ainda, em termos mais gerais, que as empresas podem utilizar bens de capital sob um regime de locação operacional, caso também não abrangido pela medida de *stock* de capital aqui usada.

Quadro 1 • Número de empresas, emprego e salários pagos, por setor | Em percentagem

	N.º de empresas		Proporção	
	Proporção	Crescimento	Emprego	Salários
Agricultura e pescas	3,9	118,5	2,5	1,7
Ind. transf. e mineira	12,1	3,1	25,9	25,5
Electricidade, gás e água	0,5	26,6	1,3	2,1
Construção	12,6	6,6	11,6	10,8
Comércio e reparação	31,9	12,1	23,5	23,5
Alojamento e restauração	12,8	52,5	9,7	6,4
Transportes e armazenagem	5,4	20,6	5,4	7,5
Serv. comun., admn. e consult.	20,8	85,8	20,0	22,5
Total	100	28,9	100	100

Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: O crescimento do número de empresas diz respeito ao acumulado no período de 2006 a 2020, exceto para os setores eletricidade, gás e água, construção, e transportes e armazenagem, em que este período se inicia em 2010.

O quadro 1 apresenta a importância dos setores, em termos do número de empresas, do emprego e do volume de fator trabalho. O quadro 2 contém informação análoga para o fator capital, cruzando com o tipo de bem. Nestes quadros, a proporções são calculadas com base em médias por empresa.

No que respeita ao peso no emprego e na massa salarial, salientam-se a indústria, o comércio e reparação e os serviços de comunicação, administrativos e de consultoria, que representam cada um entre um quinto e um quarto do total (Quadro 1). A indústria detém ainda o maior peso no *stock* de capital, cerca de 30 por cento do total, pesando cada um dos restantes setores entre 5 e 15 por cento (Quadro 2). O *stock* de capital no conjunto dos setores é constituído maioritariamente por edifícios e outras construções e maquinaria, pesando cada um destes ativos cerca de um terço. O crescimento do número de empresas no período considerado foi particularmente intenso na agricultura e em alguns setores dos serviços como o alojamento e restauração, e os serviços de comunicação, administrativos e de consultoria (Quadro 1).

Quadro 2 • Capital, por setor e por tipo de bem | Em percentagem

	Terrenos	Edif. const.	Maquinaria	Mater. transp.	Outro equip.	Outros ativos	Act. em curso	Prop. setor
Agricultura e pescas	34,4	30,9	18,8	4,7	0,3	4,6	6,3	4,7
Ind. transf. e mineira	9,0	36,9	39,6	3,9	1,4	4,0	5,2	29,7
Electricidade, gás e água	2,4	22,9	61,4	0,8	0,6	2,7	9,1	11,4
Construção	14,6	26,2	40,9	9,5	0,9	1,7	6,2	7,9
Comércio e reparação	11,2	49,6	17,8	10,5	3,6	4,6	2,7	16,0
Alojamento e restauração	14,4	60,7	11,3	1,7	0,9	2,3	8,8	10,2
Transportes e armazenagem	6,4	43,6	33,2	11,0	1,1	1,6	3,1	6,8
Serv. comun., admn. e consult.	3,5	20,4	54,3	9,1	5,1	2,2	5,5	13,3
Proporção tipo de bem	9,8	36,8	36,3	6,0	2,0	3,4	5,7	100

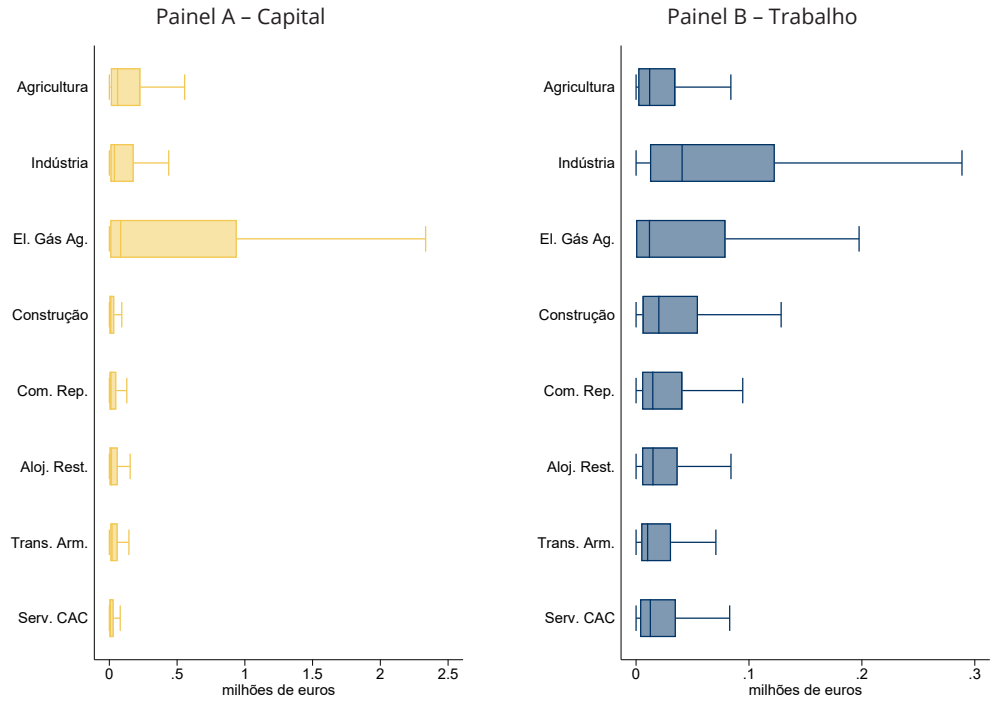
Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base em Gouveia e Pereira (2022).

Distribuição do capital e do trabalho

O gráfico 1 mostra diagramas de extremos e quartis com a distribuição setorial do capital e do trabalho, com base em valores médios por empresa. Uma caraterística predominante das distribuições do capital é um enviesamento à esquerda, estando a mediana encostada ao primeiro quartil e ao mínimo da distribuição. As distribuições do trabalho partilham esta caraterística, mas em menor grau. Além disso, existe uma massa de empresas com um valor reduzido ou nulo do trabalho e/ou do capital. A proporção de empresas com capital nulo situa-se em 9 por cento na indústria e 18 por cento nos serviços, setor que compreende o comércio e reparação, o alojamento e restauração, e os serviços de comunicação, administrativos e de consultoria. As percentagens correspondentes para o fator trabalho são 7 e 11 por cento.

As empresas nos setores da indústria e da eletricidade, gás e água, mas também da agricultura, dispõem de mais capital do que as empresas dos restantes setores, designadamente as que ocupam a metade superior das distribuições. No caso da agricultura, este setor detém uma parte importante do capital sob a forma de terrenos, e os dados estão particularmente enviesados no sentido de abrangerem o subconjunto das empresas de maior dimensão. A dispersão relativa do capital detido (medida pelo quociente entre o intervalo interquartis e a mediana) não difere muito entre setores, exceto no caso da eletricidade, gás e água, em que é claramente superior. Comparativamente ao capital, a distribuição do fator trabalho está mais próxima entre setores, e tem uma menor dispersão relativa intrassetorial. As empresas da indústria salientam-se pela utilização de um maior volume de trabalho, e as do setor da eletricidade, gás e água pela maior dispersão relativa.

Gráfico 1 • Distribuição do capital e do trabalho, por setor | Em milhões de euros, a preços de 2020

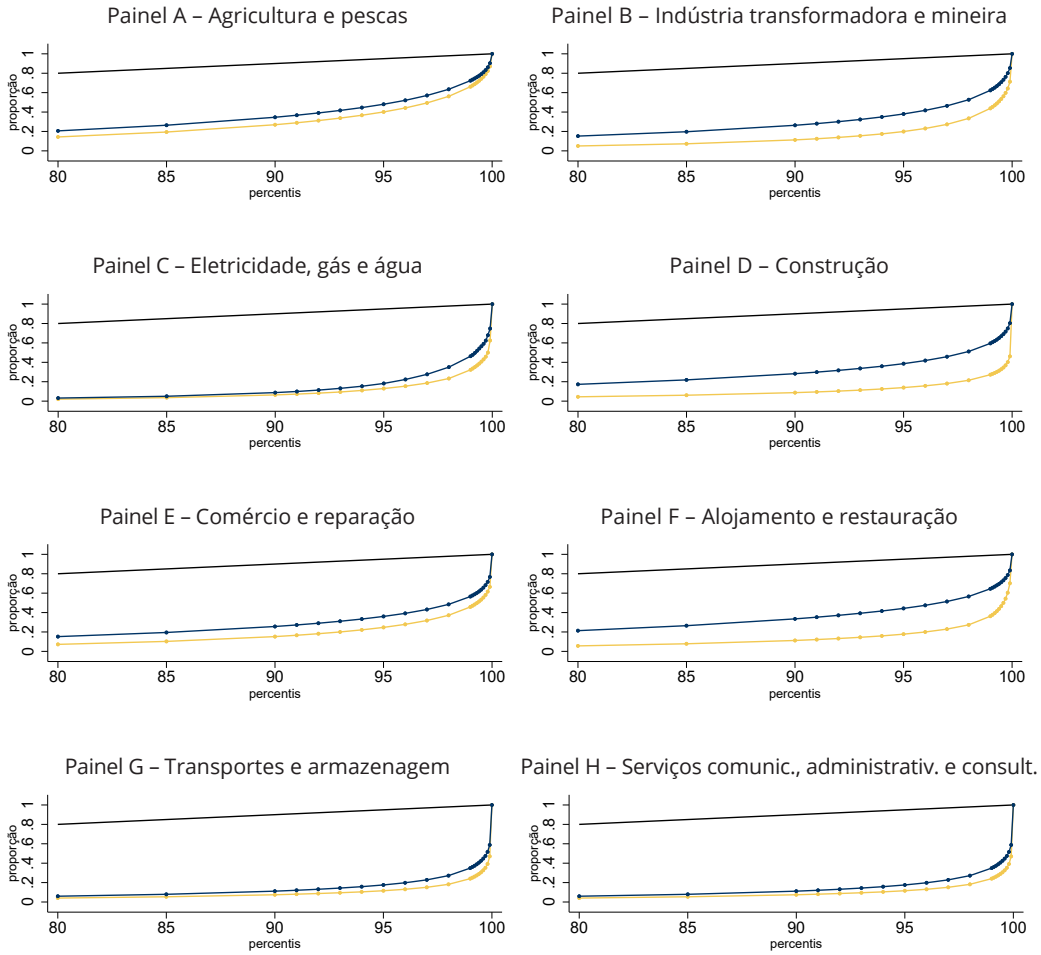


Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: Diagramas de extremos e quartis, nos quais a caixa central contém os valores do percentil 25 até ao percentil 75 (intervalo interquartis), correspondendo a linha no interior à mediana da distribuição. Os diagramas excluem valores extremos: i.e. inferiores à diferença entre o percentil 25 e 1,5 vezes o intervalo interquartis, ou superiores à soma do percentil 75 com 1,5 vezes o intervalo interquartis.

Outra caraterística da distribuição dos fatores produtivos é a grande concentração nas empresas situadas no topo, o que se traduz numa cauda direita longa (Gráfico 2).

A distribuição do capital assume um elevado grau de concentração. Na maioria dos setores as empresas acima do percentil 95 detêm entre 80 a 90 por cento do capital, sendo esta proporção um pouco mais baixa no comércio e reparação (75 por cento) e na agricultura (60 por cento). A concentração do trabalho é comparativamente inferior à do capital, mas ainda assim elevada. As empresas acima do percentil 95 concentram cerca de 80 por cento do fator trabalho na eletricidade, gás e água, nos transportes e armazenagem, e nos serviços de comunicação, administrativos e de consultoria, e entre 40 a 50 por cento nos restantes setores.

Gráfico 2 • Curvas de Lorenz do capital (a amarelo) e do trabalho (a azul), por setor | Percentis das distribuições dos fatores produtivos e respetivas proporções

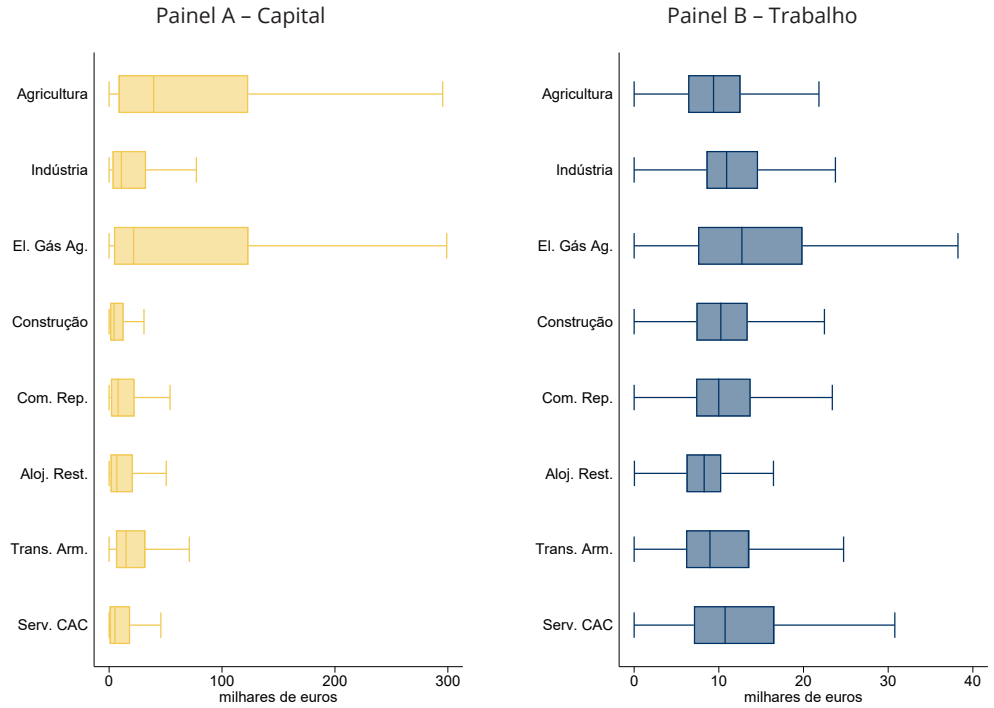


Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: As curvas de Lorenz têm início no percentil 80 das distribuições do trabalho e do capital.

Complementaridade entre fatores produtivos

Os diversos fatores produtivos entram simultaneamente na função de produção das empresas e a teoria económica tem debatido em que medida há substituição ou complementaridade na sua utilização. Em particular, este debate tem-se centrado no modo como a adoção de novas tecnologias, que se traduz numa maior incorporação de capital, se repercute sobre a utilização do fator trabalho. A hipótese de referência — que remonta a Griliches (1969) — é a chamada complementaridade capital-qualificações que sustenta que o trabalho não-qualificado é mais facilmente substituível por capital do que o trabalho qualificado. Uma análise formal desta hipótese requer o cálculo de elasticidades de substituição entre fatores, o que está fora do âmbito deste Tema em destaque. Contudo, é possível apresentar evidência indireta sobre este ponto, relacionando um indicador de intensidade do uso de tecnologias com um indicador de qualificações do capital humano, por empresa. O primeiro é calculado como o capital por trabalhador e o segundo como o salário médio (Gráfico 3).

Gráfico 3 • Distribuição da intensidade capitalística (capital por trabalhador) e do salário médio, por setor | Em milhares de euros, a preços de 2020



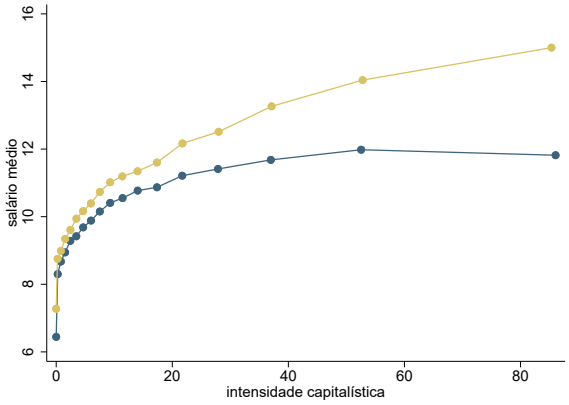
Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: Diagramas de extremos e quartis, nos quais a caixa central contém os valores do percentil 25 até ao percentil 75 (intervalo interquartis), correspondendo a linha no interior à mediana da distribuição. Os diagramas excluem valores extremos: i.e. inferiores à diferença entre o percentil 25 e 1,5 vezes o intervalo interquartis, ou superiores à soma do percentil 75 com 1,5 vezes o intervalo interquartis.

A indústria, a eletricidade, gás e água e os serviços de transportes e armazenagem apresentam valores relativamente mais altos da intensidade capitalística. O mesmo acontece com a agricultura, o que será explicado, para além do volume de capital detido pelas empresas neste setor (Gráfico 1), pelo facto de o emprego ter um carácter fortemente sazonal. Os restantes setores evidenciam valores mais baixos da intensidade capitalística. O setor da eletricidade, gás e água salienta-se por uma maior dispersão relativa. O salário médio capta a diferenciação salarial associada às habilitações académicas e a outros aspetos como a experiência e qualificações específicas do trabalhador. A mediana do indicador assume valores mais altos na eletricidade, gás e água e mais baixos no alojamento e restauração.

O gráfico 4 mostra uma associação positiva entre a intensidade capitalística e o salário médio, a qual está de acordo com a hipótese de complementaridade capital-qualificações, no pressuposto de que um salário médio mais elevado reflete trabalhadores mais qualificados. Esta evidência está em linha com estudos como Bergstrom e Panas (1992), Krusell et al. (2006) e Correa, Lorca e Parro (2019). Além disso, a curva apresentada no gráfico 4 tem uma forma não-linear, sugerindo que acréscimos sucessivos da intensidade capitalística estão associados a aumentos decrescentes das qualificações dos trabalhadores. A relação entre as duas variáveis tem um perfil semelhante na indústria e nos serviços, mas neste último setor verifica-se um salário médio menor, para um dado valor da intensidade capitalística, face à indústria. A fim de se estudarem efeitos de composição do capital, experimentou-se dividi-lo em duas componentes: uma de conteúdo mais

tecnológico, incluindo a maquinaria e o outro equipamento; e outra de conteúdo mais elementar, incluindo os terrenos, as construções e o material de transporte. Os perfis da relação do salário médio com cada uma das categorias do capital revelaram-se próximos do apresentado para o capital total.

Gráfico 4 • Relação entre a intensidade capitalística e o salário médio, na indústria (a amarelo) e nos serviços (a azul) | Em milhares de euros, a preços de 2020



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: O gráfico é obtido dividindo a intensidade capitalística (valores inferiores ao percentil 95) em intervalos com igual número de empresas e calculando nesses intervalos as medianas da intensidade capitalística, e do salário médio na indústria e nos serviços (representadas pelos pontos).

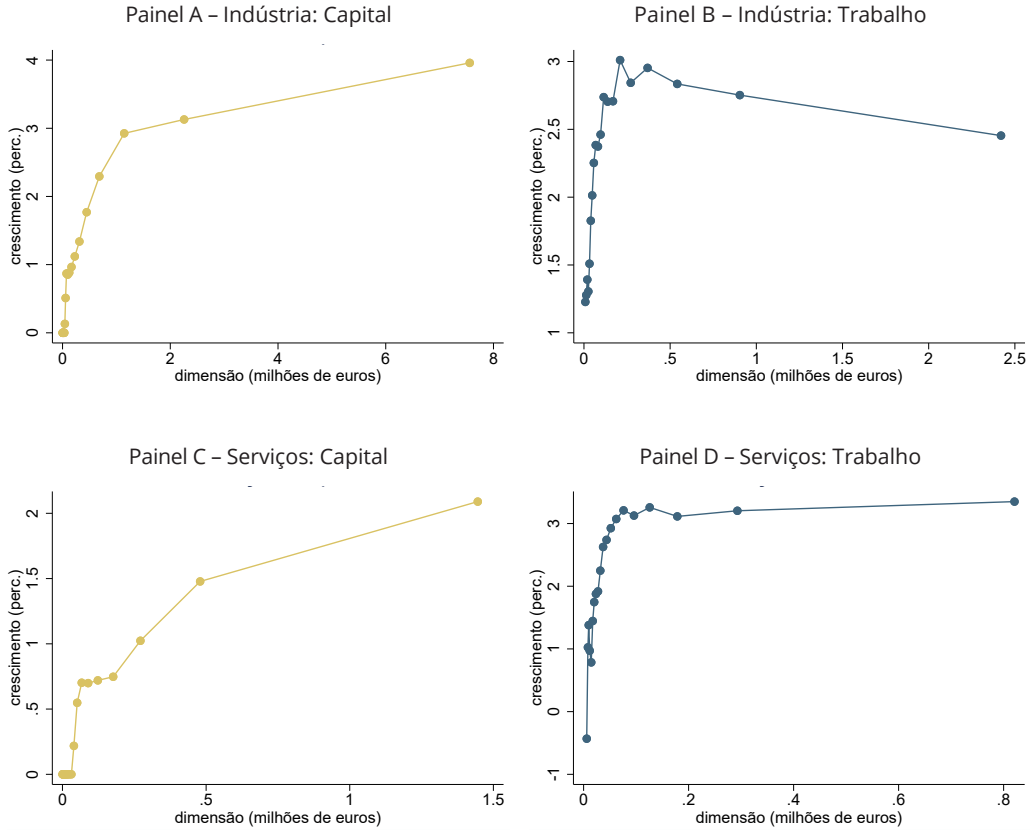
Relação entre dimensão das empresas e dinâmica na acumulação de fatores produtivos

No processo de aquisição de trabalho e de capital, a teoria da organização industrial tem estudado a relação entre a dimensão e o ritmo de crescimento das empresas. Existem diversas teorias a este respeito, designadamente a chamada lei de Gibrat que postula que o crescimento das empresas — em termos proporcionais — é aproximadamente independente da sua dimensão, ou seja, empresas grandes e pequenas registam taxas de crescimento semelhantes. Modelos teóricos, como o de Lucas (1978), assumem a validade desta lei, enquanto outros, como o de Jovanovic (1982), implicam a sua verificação. Em termos empíricos, estudos com base em amostras de empresas grandes tendem a sustentar a validade da lei de Gibrat, enquanto estudos incidindo sobre empresas de menor dimensão têm encontrado evidência desfavorável, indicando que para este tipo de empresas se verifica uma relação inversa entre dimensão e crescimento (e.g. Hart e Prais, 1956, Hall, 1987, e Evans 1987). A literatura empírica tem-se baseado principalmente em regressões da taxa de crescimento sobre a dimensão, usando o emprego como variável de referência. A análise que se segue faz-se por referência ao capital e à massa salarial real.

Para o capital, utilizou-se como medida do crescimento a taxa de investimento, igual ao quociente entre o investimento do período e o capital no período anterior, em lugar da variação do capital. Contudo, na discussão dos resultados assinalam-se as implicações de se usar a variação do capital (que corresponde aproximadamente ao investimento líquido, mas inclui ainda as outras variações em volume). Os dados aqui utilizados têm a vantagem de abranger todo o espetro de

empresas, não sendo as conclusões afetadas pelas limitações de alguns estudos nesta área. Na amostra, existe uma grande proporção de empresas com taxas de variação nulas ou negativas — cerca de 44 e 51 por cento, respetivamente, para o capital e para o trabalho. A evidência sobre a associação entre a dimensão das empresas e o ritmo de acumulação dos fatores que decorre da totalidade das observações (Gráfico 5) é complementada com uma análise condicionada às observações que traduzem variações positivas dessa acumulação (Gráfico 6). Como na secção anterior, apresentam-se resultados para a indústria e para os serviços como um todo.

Gráfico 5 • Relação entre dimensão das empresas e crescimento dos fatores produtivos na indústria e nos serviços | Em milhões de euros, a preços de 2020, e em percentagem

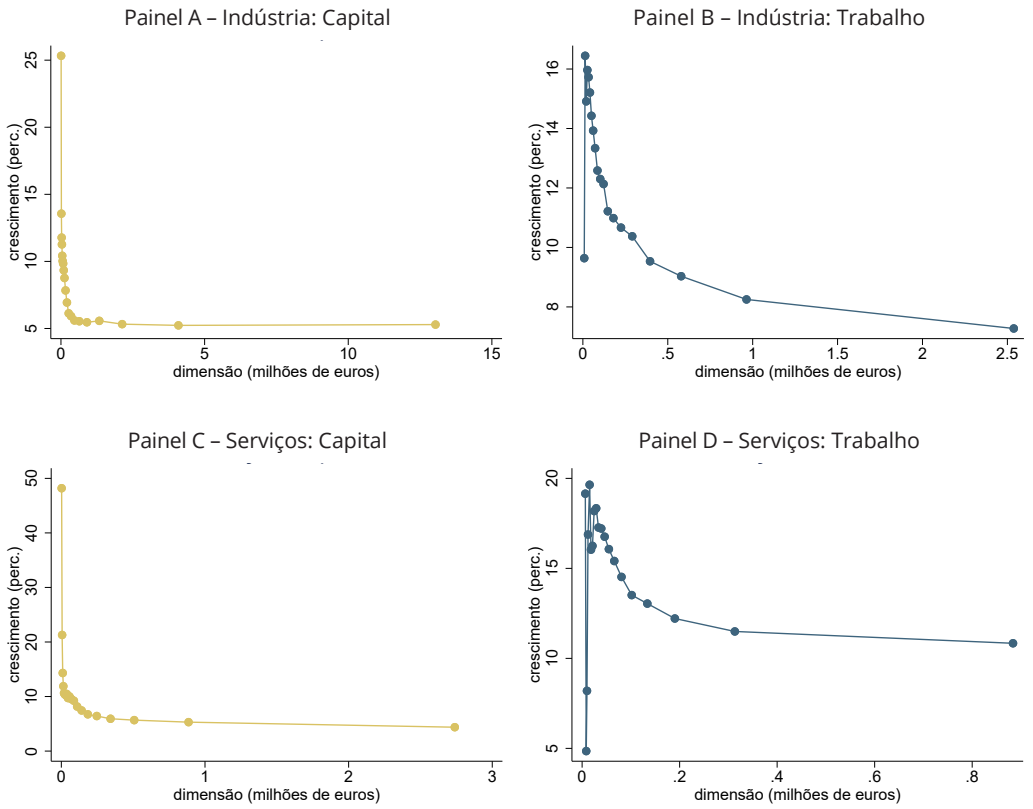


Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: Os gráficos são calculados, respetivamente, com base no *stock* de capital no final do ano *t* e a taxa de investimento no decurso desse ano; e a massa salarial respeitante ao ano *t* e a sua taxa de crescimento face ao ano anterior (valores superiores ao percentil 10). Os níveis dos fatores produtivos são divididos em intervalos com igual número de empresas, sendo representadas as medianas das variáveis nesses intervalos.

O gráfico 5 indica uma associação positiva entre a dimensão das empresas e a dinâmica da acumulação de fatores produtivos. Por exemplo, considerando o fator capital, as empresas grandes tendem a investir proporcionalmente mais do que as empresas pequenas. Além disso, tal associação apresenta-se como não-linear, na medida em que existe um perfil de rápido aumento da taxa de investimento com a dimensão da empresa para as empresas pequenas e uma relativa estabilização desta taxa quando se atingem dimensões maiores. As curvas apresentadas nos diagramas são semelhantes para os fatores capital e trabalho, bem como para a indústria e para os serviços.

No gráfico 6, confinando a amostra às variações positivas, emerge uma relação negativa entre as variáveis em causa.[3] As empresas grandes aparecem agora com incrementos proporcionalmente menores do capital e do trabalho. Tal deverá refletir a maior frequência de variações negativas ou nulas dos fatores produtivos nos escalões mais baixos da dimensão. Quando tais variações são excluídas, verifica-se um aumento mais intenso da mediana nesses escalões, que inverte a relação apresentada no gráfico 5. No caso do capital, as empresas pequenas investem com menor frequência do que as empresas grandes mas, quando o fazem, os respetivos investimentos tendem a ser proporcionalmente maiores — e de forma análoga para os incrementos no fator trabalho.[4]

Gráfico 6 • Relação entre dimensão das empresas e crescimento dos fatores produtivos na indústria e nos serviços, variações positivas dos fatores | Em milhões de euros, a preços de 2020, e em percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: Os gráficos são calculados, respetivamente, com base no *stock* de capital no final do ano *t* e a taxa de investimento no decurso desse ano; e a massa salarial respeitante ao ano *t* e a sua taxa de crescimento face ao ano anterior. Consideram-se apenas variações positivas dos fatores. Os níveis dos fatores produtivos são divididos em intervalos com igual número de empresas, sendo representadas as medianas das variáveis nesses intervalos.

Note-se, por fim, que nas duas amostras consideradas, os gráficos sugerem uma dependência entre dimensão e crescimento das empresas e, portanto, a não verificação da lei de Gibrat. Além disso,

3. Esta conclusão abstrai, no caso do fator trabalho, do troço inicial que compreende as empresas mais pequenas da amostra, onde há um comportamento algo errático das taxas de crescimento.
4. Quando se mede o crescimento do capital pela sua variação total (em lugar do investimento), a forma da relação entre dimensão e crescimento mantém-se muito semelhante. Contudo, no diagrama correspondente ao gráfico 5, tem lugar um deslocamento para baixo da curva, pois valores nulos ou marginalmente positivos do investimento dão lugar a variações negativas do capital, quando se considera a depreciação.

o gráfico 5 também diverge da literatura que encontra uma relação negativa para as empresas pequenas. Não obstante, o facto de a curva se tornar progressivamente horizontal quando se atinge um certo patamar de dimensão está de acordo com a evidência de enfraquecimento da associação entre as duas variáveis nessa região.

Evolução temporal da acumulação de fatores produtivos

Nas secções anteriores abordaram-se aspetos estruturais da acumulação do capital e do trabalho. Considera-se agora a evolução do processo de acumulação durante a década e meia terminada em 2020, e a sua interação com o ciclo económico. Neste exercício, optou-se por considerar dois grupos de empresas: as empresas que permaneceram ativas durante a década e meia em estudo, denominadas incumbentes, e as empresas que neste período se encontravam nos cinco primeiros anos de vida, denominadas novas.[5] As empresas novas enfrentam desafios específicos relacionados com barreiras à entrada, designadamente de natureza financeira e de acesso a mercados, originando uma sensibilidade própria à posição cíclica da economia.

Empresas incumbentes

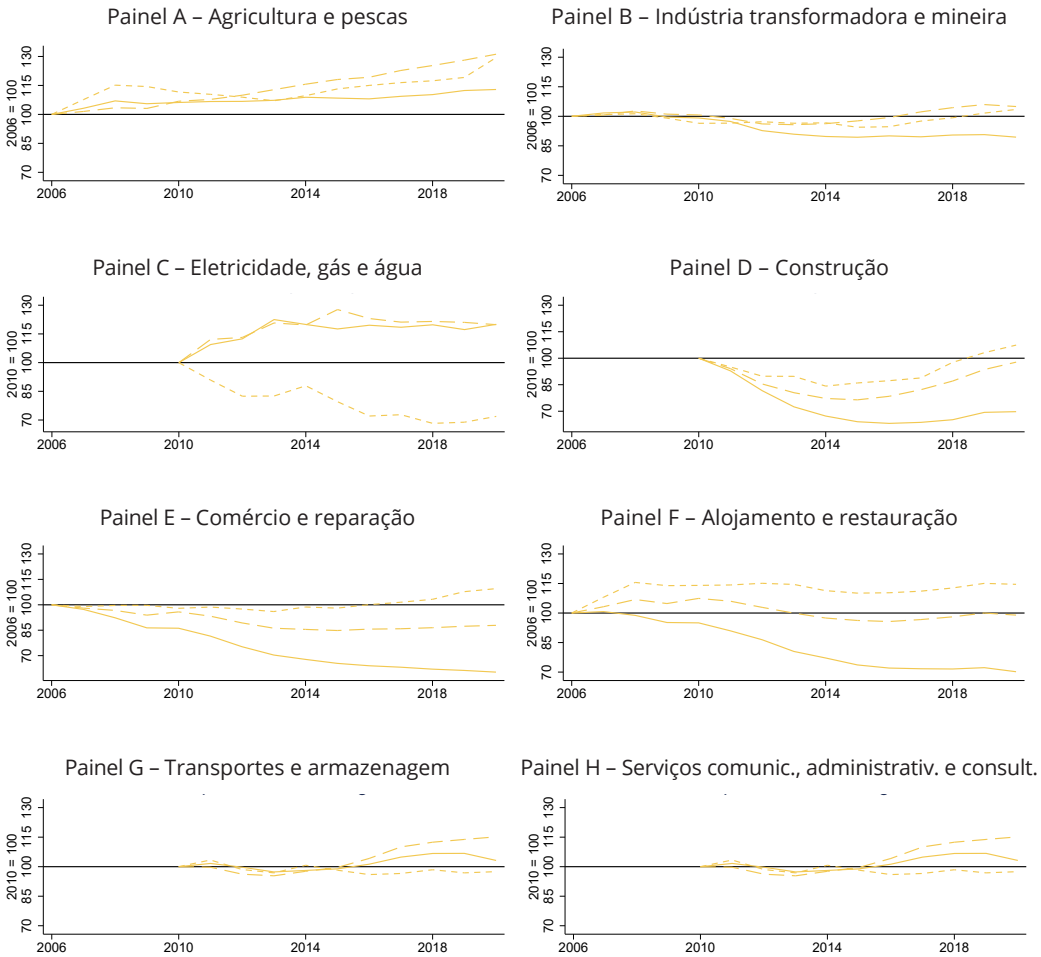
O grupo das empresas incumbentes compreende, de uma forma geral, empresas localizadas na parte superior das distribuições do capital e do trabalho, particularmente estáveis e resilientes (dada a extensão do período considerado). Este grupo detém, na média dos anos, entre 72 a 90 por cento do capital e entre 65 a 90 por cento do trabalho, conforme os setores. Os gráficos 7 e 8 apresentam a trajetória de acumulação dos fatores produtivos nos percentis 50, 75 e 99. Para facilitar a leitura dos resultados, as curvas foram normalizadas por referência ao primeiro valor disponível (2006 ou 2010, conforme os setores) em cada percentil. Apresentam-se resultados desagregados para os oito setores. Note-se que uma parte importante do capital que os setores eletricidade, gás e água, construção e transportes e armazenagem empregam na produção é classificada nos ativos intangíveis, não sendo captada pela evolução dos ativos tangíveis aqui analisada.

Os resultados revelam heterogeneidade entre setores e ao longo da distribuição. O capital das empresas incumbentes começa a evidenciar uma trajetória negativa em alguns setores logo no período inicial da amostra, após a crise financeira, particularmente nos segmentos mais baixos da distribuição (Gráfico 7). Com a eclosão da crise das dívidas soberanas, verifica-se uma generalização dessa trajetória. No fator trabalho, tal evolução só se desenha no seguimento desta segunda crise, mas a inflexão negativa é ligeiramente mais pronunciada do que para o capital (Gráfico 8). No caso do capital, o impacto materializa-se através da redução do investimento, que leva a uma erosão gradual do *stock* de capital por via da depreciação. No caso do trabalho, a reação tenderá a ser mais rápida e tem lugar designadamente através da redução ou da recomposição da força de trabalho e da diminuição das horas trabalhadas.

5. Não considerando o ano de criação da empresa. As empresas criadas em 2006, ou nos cinco anos imediatamente anteriores, e que permaneceram ativas até 2020, estão em ambos os grupos.

Na fase de expansão da economia até 2019, a recuperação da aquisição de capital ocorreu sobretudo nos segmentos mais altos da distribuição e, mesmo aí, foi moderada, permitindo recuperar aproximadamente os níveis no início da amostra. Em torno da mediana, a recuperação foi bastante ténue e, em alguns setores, virtualmente inexistente. O setor da agricultura constitui uma exceção neste contexto, destacando-se por uma evolução particularmente positiva. A trajetória do fator trabalho na fase de expansão foi bastante mais dinâmica, principalmente nos percentis superiores das distribuições, onde em vários setores, em 2019, se excedeu claramente o nível no início da amostra. Nesta evolução, para além de um efeito de quantidade, poderá estar implícito um efeito de qualidade, com o ingresso no mercado de trabalho de trabalhadores mais qualificados, designadamente licenciados.

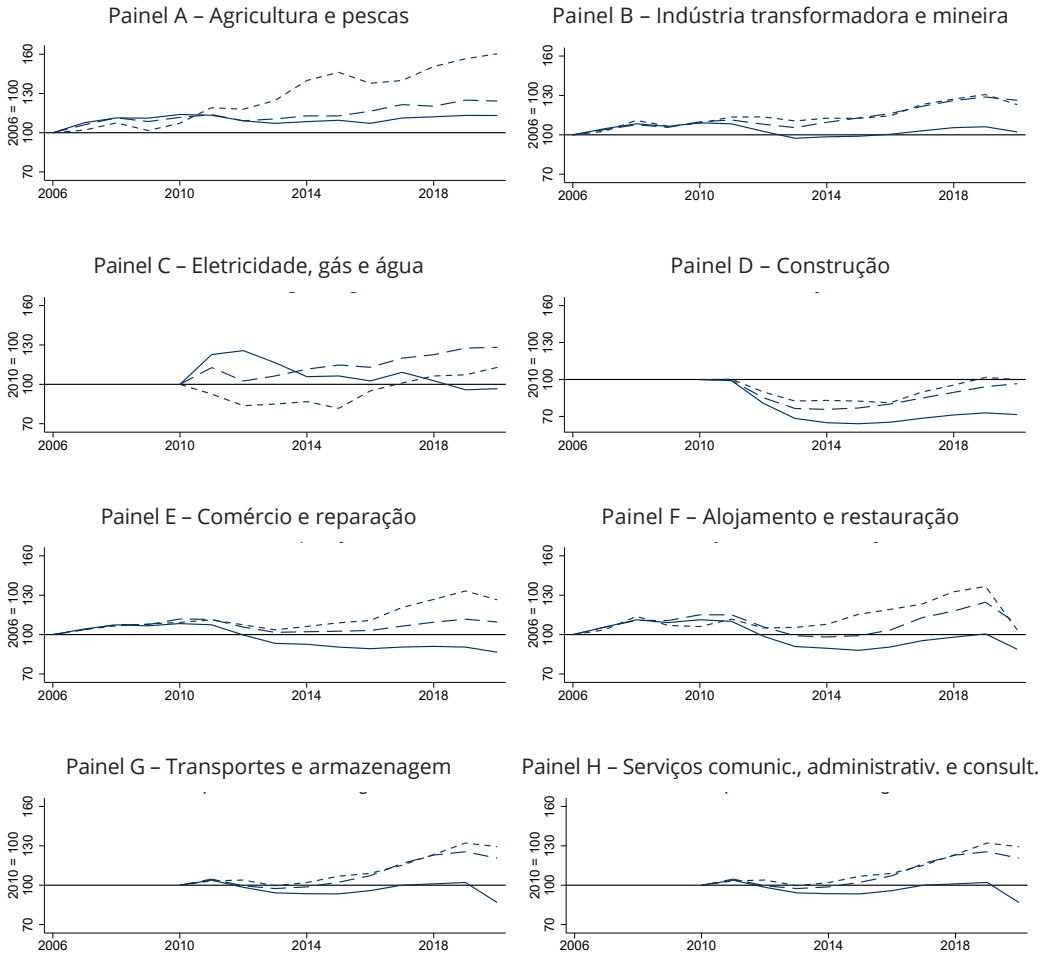
Gráfico 7 • Trajetória do capital nas empresas incumbentes, percentis 50 (linha a cheio), 75 (linha a tracejado) e 99 (linha a pontilhado) | Índice, 2006=100 ou 2010=100, conforme os setores



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022).

A retração na utilização do trabalho provocada pela pandemia, no ano seguinte, afetou a generalidade dos setores, com destaque para o alojamento e restauração. O diferente perfil de recuperação entre fatores produtivos no período até à pandemia está, em parte, relacionado com a sua natureza distinta. A obtenção de capital pressupõe a realização de investimentos que — sobretudo nas empresas de maior dimensão — tipicamente envolve um certo desfasamento temporal entre o planeamento e a execução.

Gráfico 8 • Trajetória do trabalho nas empresas incumbentes, percentis 50 (linha a cheio), 75 (linha a tracejado) e 99 (linha a pontilhado) | Índice, 2006=100 ou 2010=100, conforme os setores



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022).

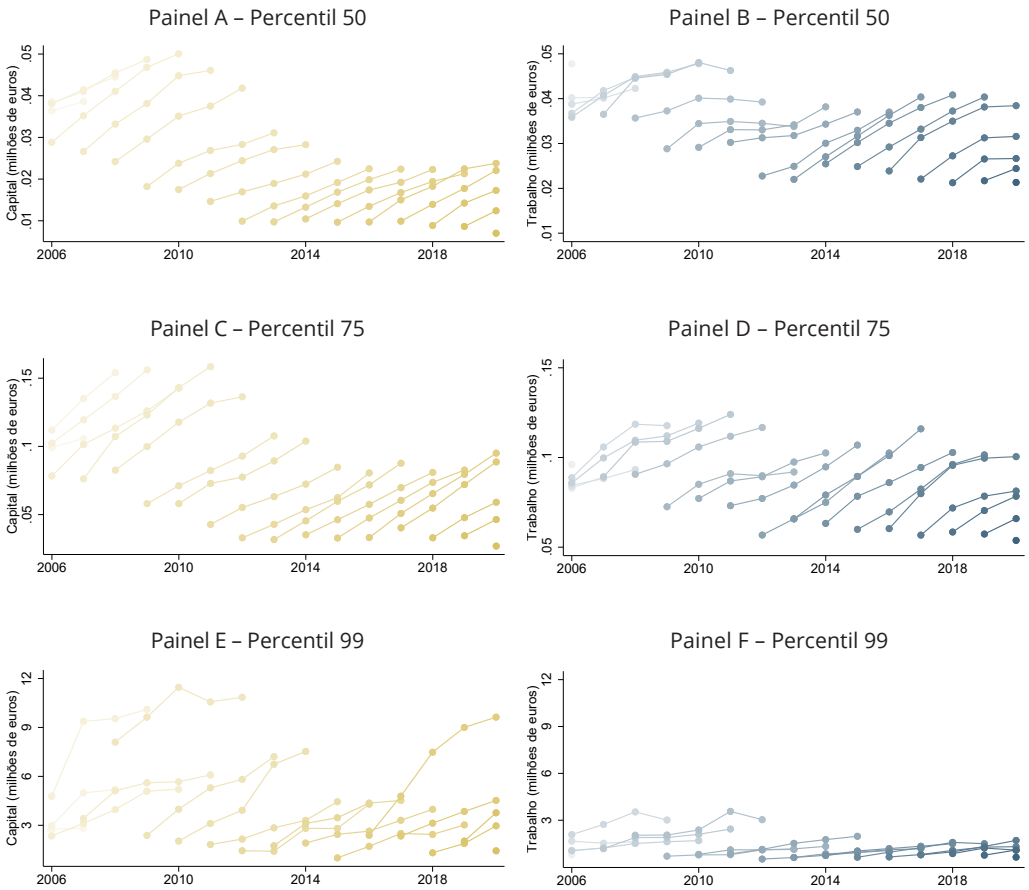
Empresas novas

A entrada de empresas no mercado assume maior relevo nos serviços, em que, em média, 39 por cento das empresas têm cinco anos ou menos, do que na indústria, em que o valor correspondente é 28 por cento. Considerando os valores apresentados no quadro 1 relativos à variação do número de empresas, constata-se que, na indústria, o número de empresas pouco se alterou entre o início e o fim da amostra, pelo que as saídas terão aproximadamente igualado as entradas. Pelo contrário, nos serviços, as entradas superaram consistentemente as saídas, levando o número de empresas a aumentar em 38 por cento nos quinze anos da amostra. Os gráficos 9 e 10 apresentam as trajetórias de acumulação do trabalho e do capital durante os primeiros cinco anos de vida das empresas, na indústria e nos serviços, nos percentis 50, 75 e 99.

A acumulação de fatores produtivos pelas empresas novas evoluiu negativamente durante a contração da atividade económica no período posterior a 2008. O respetivo capital no quinto ano de vida, por volta de 2014, situava-se em cerca de metade face ao início da amostra. Tal redução foi

semelhante na indústria (Gráfico 9) e nos serviços (Gráfico 10), e também não diferiu muito entre os diversos percentis da distribuição da variável. Na fase de expansão da economia, até 2019, a trajetória do capital das empresas entretanto criadas não recuperou para os valores anteriores às recessões (ainda que somente estejam disponíveis observações até ao quinto ano de vida para as empresas criadas logo no início da fase de recuperação). Também não ocorreu uma diferenciação forte entre segmentos da distribuição a este respeito. Esta evidência sugere a persistência de fatores que afetam negativamente o investimento das empresas em início de vida no período recente, e remete para a importância de políticas que alterem esta situação. Além disso, tais resultados estão em linha com a trajetória muito débil de acumulação de capital das empresas incumbentes de menor dimensão em diversos setores.

Gráfico 9 • Capital (a amarelo) e trabalho (a azul) nos cinco primeiros anos de vida das empresas da indústria, nos percentis 50, 75 e 99 | Em milhões de euros, a preços de 2020

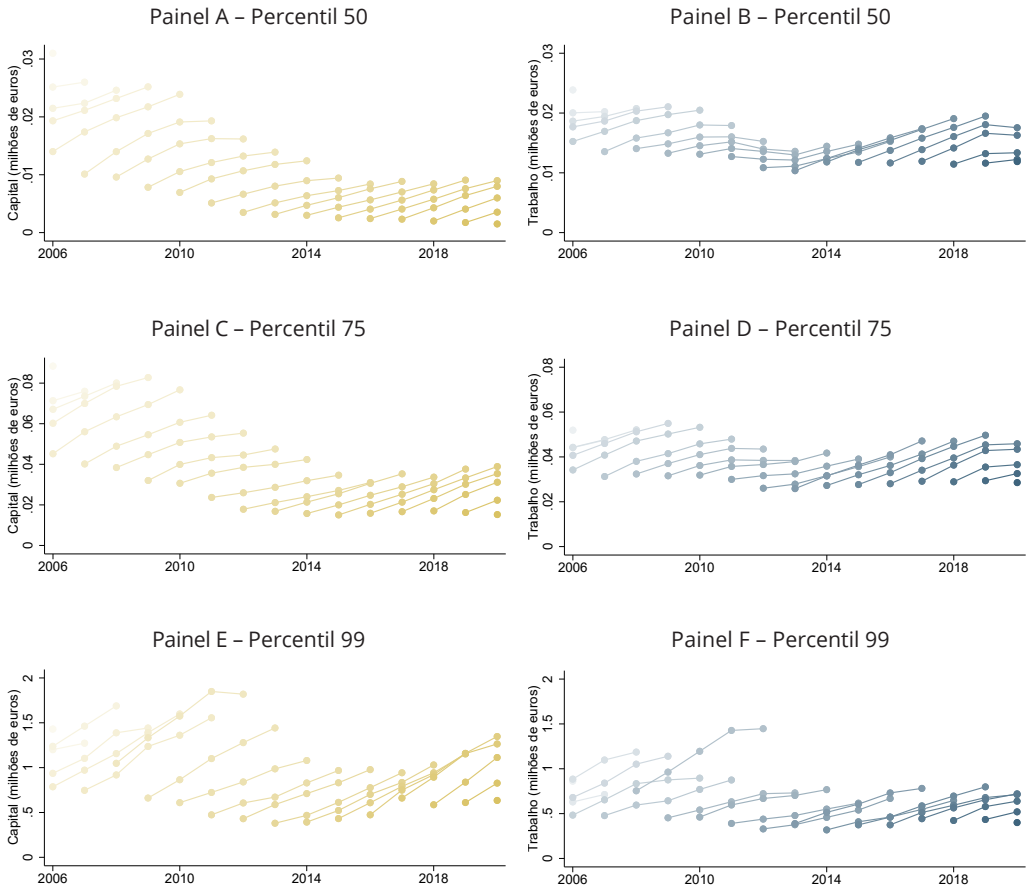


Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: Exclui-se o ano da criação da empresa.

No que se refere ao fator trabalho, o impacto dos episódios recessivos é também visível, embora assumindo uma dimensão menor. O volume de trabalho utilizado pelas empresas no seu quinto ano de vida, no decurso desses episódios, reduziu-se em cerca de um quarto face ao início do período, resultado aproximadamente transversal à indústria e aos serviços e aos vários segmentos da distribuição. Na mediana e no terceiro quartil da distribuição, a recuperação da trajetória durante a fase de expansão foi mais evidente do que no caso do capital. No topo da distribuição,

pelo contrário, a recuperação afigurou-se mais ténue. Os valores para o ano de 2020 refletem a queda da atividade económica provocada pela pandemia, mais evidente nas empresas dos serviços nos percentis mais baixos.

Gráfico 10 • Capital (a amarelo) e trabalho (a azul) nos cinco primeiros anos de vida das empresas dos serviços, nos percentis 50, 75 e 99 | Em milhões de euros, a preços de 2020



Fontes Cálculos do Banco de Portugal com base na IES e em Gouveia e Pereira (2022). | Nota: Exclui-se o ano da criação da empresa.

A evidência aduzida nesta secção não sugere um aumento da dimensão das empresas criadas ao longo do período em análise, continuando a ser visível o legado adverso dos episódios recessivos de 2008 até aos primeiros anos da década seguinte. A reduzida dimensão das empresas é uma debilidade repetidamente referida nas análises estruturais da economia portuguesa. Esta debilidade mantém-se no que se refere às empresas que têm sido criadas mais recentemente. Os desenvolvimentos positivos neste capítulo prendem-se sobretudo com a manutenção de um bom ritmo de criação líquida de empresas em certos setores dos serviços.

Conclusões

Este Tema em destaque apresenta evidência conjunta sobre a acumulação do capital e do trabalho pelas empresas portuguesas numa ótica estrutural, bem como sobre a evolução entre 2006 e 2020. Tal evidência pode ser resumida do modo seguinte.

- As distribuições do capital e do trabalho partilham várias caraterísticas, designadamente um enviesamento à esquerda com uma grande proporção de empresas com valores reduzidos ou nulos, e uma grande concentração no topo da distribuição.
- Na utilização dos fatores produtivos, verifica-se uma complementaridade entre capital e qualificações, ou seja, as empresas com maior intensidade capitalística tendem a empregar mão-de-obra mais qualificada. Esta relação é não linear, na medida em que tende a enfraquecer quando se atingem patamares mais elevados de intensidade capitalística.
- A dimensão das empresas está positivamente associada com a dinâmica na acumulação de capital e de trabalho. Com efeito, as empresas pequenas registam acréscimos dos fatores produtivos com menor frequência, embora tais acréscimos tendam a ser proporcionalmente maiores.
- A trajetória da acumulação de trabalho e de capital sofreu uma retração no decurso dos episódios recessivos que afetaram a economia portuguesa a partir de 2008 até aos primeiros anos da década seguinte, afetando quer as empresas novas, quer as empresas incumbentes. Na fase de expansão, até 2019, a retoma de uma trajetória ascendente na aquisição de fatores produtivos foi mais evidente no trabalho do que no capital e, no caso das empresas incumbentes, ocorreu sobretudo no patamar superior das distribuições.

Referências

Bergstrom, V. e Panas, E. E. (1992). "How Robust is the Capital–Skill Complementarity Hypothesis?", *Review of Economics and Statistics*, 74(3): 540–546.

Correa, J. A., Lorca, M. e Parro, F. (2019). "Capital–Skill Complementarity: Does Capital Composition Matter?", *Scandinavian Journal of Economics*, 121(1): 89–116.

Evans, D.S. (1987). "Tests of alternative theories of firm growth", *Journal of Political Economy*, 95(4): 657-674.

Gouveia, A. F. e Pereira, M. C. (2022). "An economic estimate of capital *stock* at the firm level for Portugal", Occasional Paper No. 4/2022, Banco de Portugal.

Griliches, Z. (1969). "Capital–Skill Complementarity", *Review of Economics and Statistics*, 51(4): 465-468.

Hall, B. H. (1987). "The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector", *The Journal of Industrial Economics*, 35(4).

Hart, P. E., e Prais, S. J. (1956) "The Analysis of Business Concentration: A Statistical Approach", *Journal of the Royal Statistical Society*, Series A, 119: 150-181.

Jovanovic, B. (1982). "Selection and Evolution of Industry", *Econometrica*, 50 (3): 649–70.

Krusell, P., Ohanian, L. E., Ríos-Rull, J.-V., e Violante, G. L. (2000). Capital–Skill Complementarity and Inequality: A Macroeconomic Analysis, *Econometrica*, 68(5): 1029–1053.

Lucas, R. E. (1978) "On the Size Distribution of Business Firms", *The Bell Journal of Economics*, 9(2): 508-23.