

BOLETIM ECONÓMICO

DEZ. 2023



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

DEZEMBRO 2023



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2023 • www.bportugal.pt

Índice

- I Projeções para a economia portuguesa: 2023-26 | 5
 - 1 Projeções para a economia portuguesa em 2023-26 | 7
 - Caixa 1 • Enquadramento e políticas | 15
 - Caixa 2 • Análise do impacto da política monetária no VAB por setor de atividade | 17
 - Caixa 3 • Impacto das alterações ao IRS e às prestações sociais do OE2024 sobre a distribuição de rendimento dos portugueses | 19
 - Caixa 4 • Desempenho das exportações portuguesas de bens e de serviços | 21

- II Tema em destaque | 25
 - A desalavancagem das empresas portuguesas no contexto europeu | 27

- III Políticas em análise | 39
 - Caraterização e efeitos redistributivos do IRS em Portugal | 41



I Projeções para a economia portuguesa: 2023-26

Caixa 1 Enquadramento e políticas

Caixa 2 Análise do impacto da política monetária no VAB por setor de atividade

Caixa 3 Impacto das alterações ao IRS e às prestações sociais do OE2024 sobre a distribuição de rendimento dos portugueses

Caixa 4 Desempenho das exportações portuguesas de bens e de serviços

1 Projeções para a economia portuguesa em 2023–26

A economia portuguesa deverá crescer 2,1% em 2023, projetando-se um abrandamento em 2024, para 1,2%, e uma recuperação do crescimento nos anos seguintes, para 2,2%, em 2025 e 2,0% em 2026 (Quadro I.1.1). A inflação manterá uma trajetória descendente, com a variação anual do IHPC a reduzir-se de 5,3% em 2023 para 2,9% em 2024 e 2,0% em 2025–26. Face às projeções do *Boletim Económico* de outubro de 2023, destacam-se as revisões em baixa em 2024 do crescimento económico (0,3 pp) e da inflação (0,7 pp).

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2023–2026 | Taxa de variação anual em percentagem (exceto onde indicado)

	Pesos 2022	BE dezembro 2023					BE outubro 2023			
		2022	2023 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	2022	2023 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
Produto Interno Bruto	100,0	6,8	2,1	1,2	2,2	2,0	6,8	2,1	1,5	2,1
Consumo privado	64,2	5,6	1,0	1,0	1,7	1,5	5,6	1,0	1,3	1,6
Consumo público	17,6	1,4	1,1	1,0	0,9	0,9	1,4	1,2	1,2	0,8
Formação bruta de capital fixo	20,1	3,0	0,9	2,4	5,2	4,1	3,0	1,5	5,0	5,0
Procura interna	102,4	4,4	0,7	1,4	2,2	1,9	4,4	0,9	2,1	2,1
Exportações	49,6	17,4	4,3	2,4	4,0	3,0	17,4	4,1	2,1	3,9
Importações	52,0	11,1	1,3	2,8	4,1	2,8	11,1	1,3	3,4	3,9
Emprego ^(a)		1,5	0,8	0,1	0,3	0,3	1,5	0,8	0,2	0,4
Taxa de desemprego ^(b)		6,1	6,5	7,1	7,3	7,2	6,0	6,5	6,7	6,9
Balança corrente e de capital (% PIB)		-0,2	3,0	3,5	3,7	4,0	-0,2	3,0	2,7	3,0
Balança de bens e serviços (% PIB)		-1,9	1,2	1,3	1,5	1,8	-1,9	1,1	0,6	0,8
Índice harmonizado de preços no consumidor		8,1	5,3	2,9	2,0	2,0	8,1	5,4	3,6	2,1
Bens energéticos		23,8	-8,8	3,5	0,2	-0,1	23,8	-8,0	5,5	0,7
Bens alimentares		11,4	9,2	4,4	2,2	2,2	11,4	9,0	4,8	2,2
Excluindo bens energéticos		6,7	6,6	2,9	2,1	2,1	6,7	6,6	3,4	2,2
Excluindo bens energéticos e alimentares		5,0	5,4	2,3	2,1	2,1	5,0	5,6	2,9	2,2

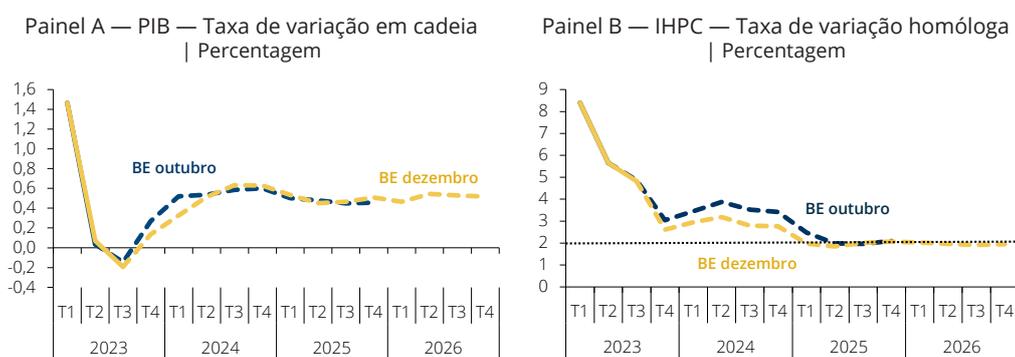
	BE dezembro 2023					BE junho 2023			
	2022	2023 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	2022	2023 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
Saldo orçamental (% PIB)	-0,3	1,1	0,1	0,2	0,3	-0,4	-0,1	0,2	0,2
Dívida pública (% PIB)	112,4	101,4	96,8	92,3	87,9	113,9	103,4	97,1	92,5

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. As projeções são parte integrante do exercício de projeção do Eurosistema para a área do euro divulgado a 14 de dezembro (“Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema”, dezembro de 2023). O fecho de dados ocorreu a 29 de novembro. A projeção corresponde ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. Pesos de 2022 a preços correntes. (a) De acordo com o conceito de Contas Nacionais. (b) Em percentagem da população ativa.

A economia estagnou no segundo e terceiro trimestres de 2023 e deverá manter um crescimento baixo no quarto trimestre (Gráfico I.1.1). A evolução recente da atividade reflete a fraqueza da procura externa, os efeitos cumulativos da inflação e a maior restritividade da política monetária, que se transmitiu às condições de financiamento dos agentes económicos (Caixa 1). A subida de taxas de juro tem um impacto negativo mais rápido no setor industrial, com os serviços a evidenciar maior resiliência (Caixa 2). Esta resiliência dos serviços tem suportado a manutenção de uma situação favorável no mercado de trabalho, não obstante algum abrandamento recente do emprego.

O crescimento trimestral recuperará de forma muito gradual ao longo de 2024. A recuperação beneficia da aceleração da procura externa, do impacto da redução da inflação sobre o rendimento real das famílias — não obstante o aumento esperado das taxas de juro reais — e do impulso dos fundos europeus sobre o investimento. No médio prazo, o crescimento beneficiará da dissipação gradual dos efeitos da restritividade da política monetária.

Gráfico I.1.1 • Projeções para o PIB e inflação



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: As linhas a tracejado correspondem aos valores projetados nos BE de dezembro e de outubro de 2023.

Os principais indicadores orçamentais deverão manter uma evolução favorável no horizonte de projeção.¹ Estima-se que o excedente este ano possa atingir 1,1% do PIB, acima dos 0,8% previstos no Orçamento do Estado para 2024 — OE2024 (Quadro I.1.1). Apesar deste efeito base positivo, o cenário macroeconómico menos favorável coloca o saldo previsto para 2024 em 0,1%, valor próximo dos 0,2% considerados no OE2024. Em 2023, a melhoria do saldo decorre do desaparecimento das medidas relacionadas com a pandemia e, em menor medida, do contributo positivo cíclico. Em 2024, a diminuição do excedente resulta do abrandamento da atividade económica e de uma política expansionista, destacando-se a natureza permanente das novas medidas adotadas. As despesas em juros aumentam o seu peso no PIB em 0,2 pp em 2023 e 0,1 pp em 2024. Quanto ao rácio da dívida pública, prevê-se que atinja um valor próximo de 100% do PIB no final de 2023, continuando a reduzir-se no remanescente do horizonte de projeção, num cenário de excedentes primários em torno de 2,5% do PIB e de manutenção do diferencial negativo entre a taxa de juro implícita da dívida e o crescimento nominal do PIB.

A economia portuguesa deverá continuar a crescer acima da área do euro, 0,5 pp em média entre 2024 e 2026. Este diferencial é explicado por um maior crescimento da FBCF e das exportações, refletindo as oportunidades e condições favoráveis ao investimento no país e a evolução mais benigna das quotas de mercado. O contributo da produtividade aparente do trabalho para o crescimento deverá ser superior em Portugal, refletindo, entre outros fatores, a tendência de redução do diferencial de escolaridade média da população face à área do euro.

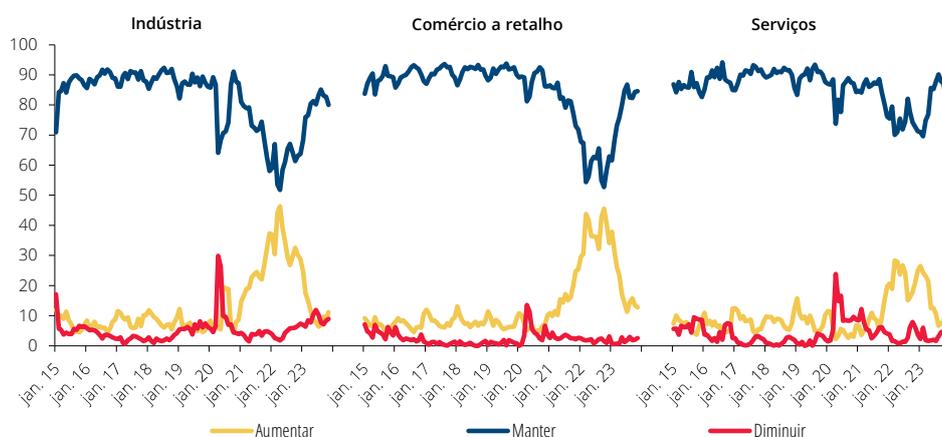
A inflação continuou a reduzir-se (Gráfico I.1.1 — Painel B). Esta diminuição reflete a repercussão nos preços no consumidor da redução de custos de produção — na sequência da reversão de choques adversos sobre a oferta — bem como uma efetiva transmissão da política monetária. Os inquéritos de conjuntura às empresas sinalizam uma diminuição das pressões da procura,

1. As projeções orçamentais para Portugal apresentadas neste Boletim são elaboradas segundo as regras dos exercícios de projeção do Eurosistema, incorporando apenas as medidas aprovadas pelo parlamento ou que já foram definidas com detalhe suficiente pelo governo e com elevada probabilidade de aprovação no processo legislativo.

tendo aumentado a percentagem de empresas que reporta a insuficiência da procura como fator limitativo, com impacto sobre a fixação de preços. A evidência aponta para uma normalização da frequência de ajustamentos dos preços, após um período em que ocorreram subidas a um ritmo bastante superior ao habitual. Em novembro, a percentagem de empresários a reportar intenções de aumento dos preços de venda no curto prazo reduziu-se para 13% na indústria, 11% nos serviços e 13% no comércio a retalho, valores próximos da média de cerca de 8% observada nestes setores no período 2015–19 (Gráfico I.1.2).

Após atingir 2,6% no último trimestre de 2023, a inflação deverá apresentar valores temporariamente mais elevados ao longo de 2024, convergindo para 2% em 2025 (Gráfico I.1.1 — Painel B). Os valores mais elevados em 2024 resultam de efeitos temporários sobre os preços dos bens energéticos e alimentares. Nos energéticos, refletem o impacto do aumento esperado do preço da eletricidade no início do ano e os efeitos de base nos combustíveis, dado que não deverá ocorrer em 2024 uma queda tão significativa dos preços como a observada na primeira metade de 2023. Nos alimentares, a taxa de variação dos preços deverá também aumentar em janeiro com o fim do IVA zero.² A inflação subjacente (i.e., excluindo energéticos e alimentares) deverá manter uma tendência descendente ao longo de 2024, refletindo os efeitos desfasados da redução de custos e do aperto da política monetária. Em 2025, a inflação total deverá apresentar valores consistentes com o objetivo de estabilidade de preços do BCE (Quadro I.1.1). O perfil para a inflação em Portugal é próximo do projetado pelo Eurosistema para a área do euro.

Gráfico I.1.2 • Expetativas das empresas sobre preços de venda | Percentagem de empresas que refere intenção de aumentar, manter ou diminuir preços nos próximos três meses



Fonte: Comissão Europeia.

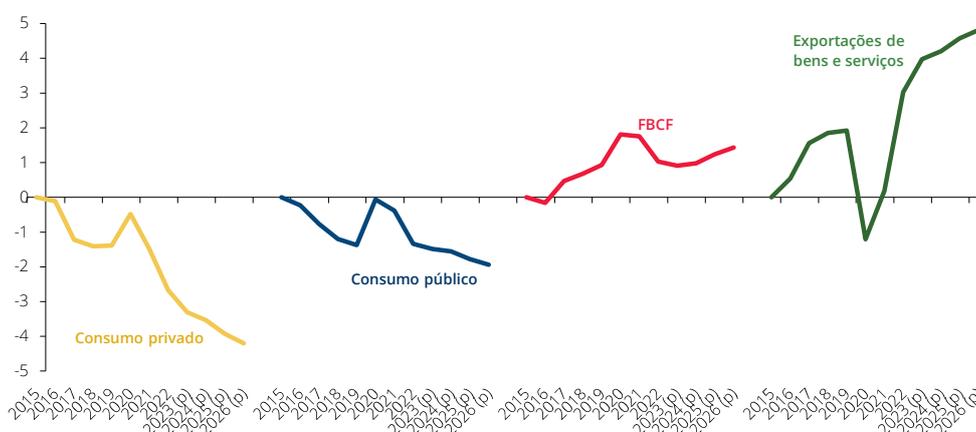
Os riscos em torno da projeção para a atividade são maioritariamente em baixa, sendo o balanço mais equilibrado para a inflação. O crescimento da atividade em Portugal poderá ser inferior ao projetado caso se materializem os riscos identificados de origem externa: (i) um agravamento das tensões geopolíticas, com impacto sobre os preços das matérias-primas e a confiança, (ii) uma recuperação mais lenta do comércio mundial, num quadro de riscos de fragmentação geoeconómica ou de abrandamento da economia chinesa, (iii) um impacto superior ao esperado

2. Veja-se caixa — “O impacto do IVA zero sobre os preços” do *Boletim Económico* de outubro de 2023.

do aperto das condições financeiras, (iv) uma maior persistência da inflação, traduzindo-se em taxas de juro elevadas por um período mais prolongado. Os riscos de origem interna estão associados a um cenário de incerteza na condução da política económica e a eventuais atrasos na execução dos fundos europeus. No caso da inflação, os riscos em alta associados a perturbações nos mercados energéticos são compensados pelos riscos em baixa para o crescimento económico com impacto negativo sobre os preços.

O crescimento da economia portuguesa deverá ser baseado no dinamismo do investimento e das exportações (Gráfico I.1.3). Em contrapartida, o consumo privado e o consumo público deverão continuar a perder peso.

Gráfico I.1.3 • Variação do peso no PIB dos agregados da despesa (líquidos de conteúdos importado) | Face a 2015, em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. Pesos avaliados em termos reais. Os agregados da procura líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. Para detalhes sobre a metodologia, ver Cardoso e Rua (2021) “O real contributo da procura final para o crescimento do PIB”, Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos* — Vol. 7, n.º 3.

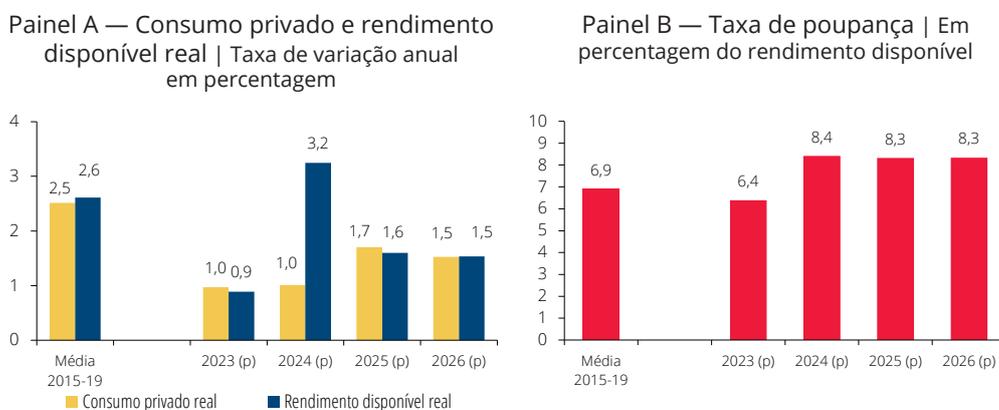
O consumo privado deverá crescer de forma moderada, num contexto de ganhos do rendimento disponível real e de aumento da taxa de poupança (Gráfico I.1.4). O rendimento disponível real das famílias, após um aumento de 0,9% em 2023, deverá acelerar em 2024 para 3,2% e abrandar nos anos seguintes para 1,6%, um crescimento inferior ao do período anterior à pandemia (média de 2,6% em 2015–19). Esta evolução reflete aumentos do emprego e dos salários nominais — progressivamente menores — e o crescimento mais contido dos preços. As medidas do Orçamento do Estado para 2024, em particular a redução dos impostos sobre as famílias e o aumento das prestações sociais, têm também um contributo significativo para o aumento do rendimento disponível em 2024 e 2025.

O impacto distributivo das medidas orçamentais e da subida das taxas de juro determina uma resposta contida do consumo agregado ao aumento do rendimento. Por um lado, estima-se que uma das medidas de maior impacto do Orçamento do Estado para 2024 — as alterações ao IRS — beneficie de forma mais significativa as famílias de maior rendimento, que terão menor propensão a despendar esses ganhos (Caixa 3).³ Por outro, o impacto negativo sobre o consumo resultante

3. Veja-se também a caixa — “Impacto fiscal das alterações das taxas e limites dos escalões do IRS subjacente à POE/2024: simulação na interface EUROMOD-JRC” da Análise da Proposta de Orçamento de Estado para 2024 do Conselho de Finanças Públicas.

do aumento das prestações de empréstimos das famílias endividadas deverá sobrepor-se ao impacto positivo dos maiores rendimentos financeiros das famílias com poupança acumulada. O impacto das variações destas componentes do rendimento sobre o consumo depende da propensão a consumir, que tende a ser menor para aumentos do rendimento (efeito assimétrico, comparativamente a reduções) e, também, menor para as famílias de maior rendimento e sem restrições de liquidez.⁴ Deste modo, as famílias com poupanças acumuladas deverão aumentar relativamente pouco o consumo face aos maiores rendimentos das aplicações financeiras, enquanto as famílias endividadas deverão reduzir mais expressivamente as suas despesas em reação aos custos mais elevados dos empréstimos. Num contexto de incerteza, a taxa de poupança deverá aumentar em 2024 por motivos de precaução e manter-se acima dos valores pré-pandemia no restante horizonte, para o que contribui também o incentivo ao aforro gerado pela maior rentabilidade das aplicações financeiras.

Gráfico I.1.4 • Consumo privado, rendimento disponível real e taxa de poupança



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

O crescimento do investimento reduziu-se em 2023, mas deverá recuperar em 2024-26, sob o impulso da melhoria gradual do enquadramento macrofinanceiro e de maiores entradas de fundos da UE. A evolução recente terá sido condicionada pelas taxas de juro mais elevadas e pela estagnação da atividade interna e externa (Gráfico I.1.5). A componente empresarial deverá beneficiar da recuperação da procura global e de necessidades crescentes de investimento para efetivar a transição digital e energética dos processos produtivos, num contexto de desvanecimento gradual dos efeitos da restritividade da política monetária. A expectativa de maior crescimento da FBCF empresarial e pública nos próximos anos é sustentada também pelas maiores entradas de fundos europeus. A fraqueza da FBCF em habitação deverá ser mais prolongada. A deterioração da acessibilidade à habitação via crédito reduz a procura e cria expectativas de moderação dos preços de venda, o que penaliza a rentabilidade e o investimento em nova construção.

4. Veja-se a caixa — “Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito” do *Boletim Económico* de maio de 2020, bem como Christelis et al. (2019), “Asymmetric consumption effects of transitory income shocks”, *The Economic Journal*, Volume 129, Issue 622 e Albuquerque e Green (2023), “Financial concerns and the marginal propensity to consume in COVID times: evidence from UK survey data”, *Journal of Macroeconomics* 78.

Gráfico I.1.5 • FBCF — Taxa de variação e contributo das principais componentes | Percentagem e pontos percentuais

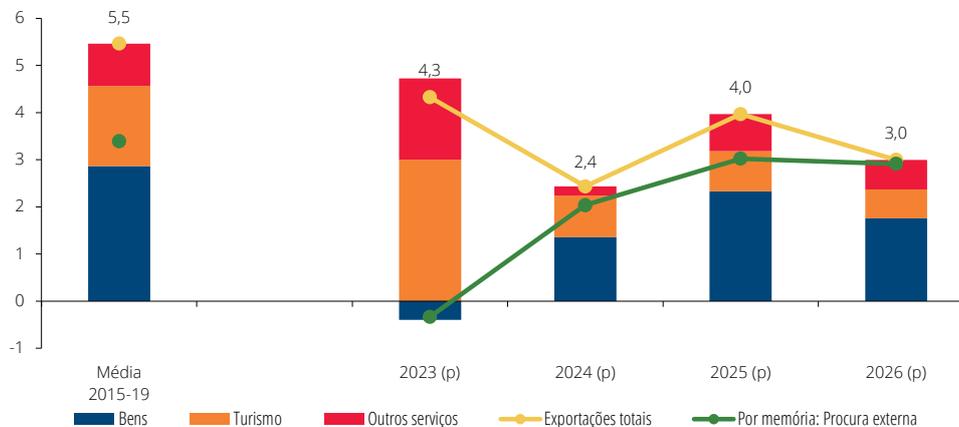


Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) — projetado.

O crescimento das exportações em 2023–26 deverá ser mais contido do que nos anos anteriores, devido ao menor dinamismo da procura externa (Gráfico I.1.6). As exportações de bens terão registado uma queda em 2023, acompanhando a fraqueza da procura dos principais parceiros comerciais.

Nos anos seguintes, a procura externa recupera a um ritmo inferior ao do período pré-pandemia e sustenta taxas de crescimento mais elevadas das exportações de bens. A componente de serviços deverá registar taxas de variação mais moderadas em 2024–26, após o crescimento elevado em 2023, que refletiu ainda a recuperação pós-pandemia do turismo. Projetam-se ganhos adicionais de quota de mercado nas exportações em 2024–26, embora inferiores aos observados no passado recente. Os ganhos de quota nos últimos anos foram relativamente abrangentes, mas destaca-se o desempenho do turismo e de alguns setores de maior valor acrescentado (Caixa 4). As importações crescem em linha com a procura global ponderada pelo conteúdo importado, tendo em conta os padrões médios do passado.

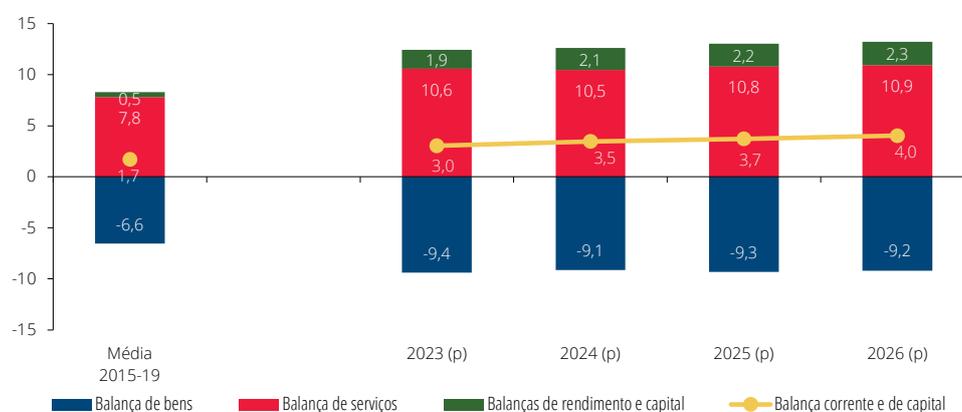
Gráfico I.1.6 • Exportações — Taxa de variação e contributo das principais componentes | Percentagem e pontos percentuais



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

A capacidade de financiamento da economia deverá situar-se em 3,6% do PIB, em média, em 2023–26 (Gráfico I.1.7). A balança de bens e serviços volta a apresentar um excedente em 2023, após os défices em 2020–22 (-2,1% do PIB, em média), refletindo um efeito de volume positivo nos fluxos de turismo e uma recuperação dos termos de troca associada à redução dos preços das matérias-primas energéticas. Nos anos seguintes, o excedente mantém-se próximo ou acima dos valores pré-pandemia. A melhoria do saldo da balança corrente e de capital em 2023 reflete também a evolução da balança de capital. No horizonte de projeção, esta balança beneficia do aumento das transferências líquidas de fundos no âmbito do PRR (Plano de Recuperação e Resiliência) e do atual programa de fundos comunitários, de 1,7% do PIB em 2023 para 2,4% em 2026 (1% em 2015–19, em média). Estes desenvolvimentos deverão contribuir para a manutenção da trajetória de redução da posição devedora face ao exterior.

Gráfico I.1.7 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



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

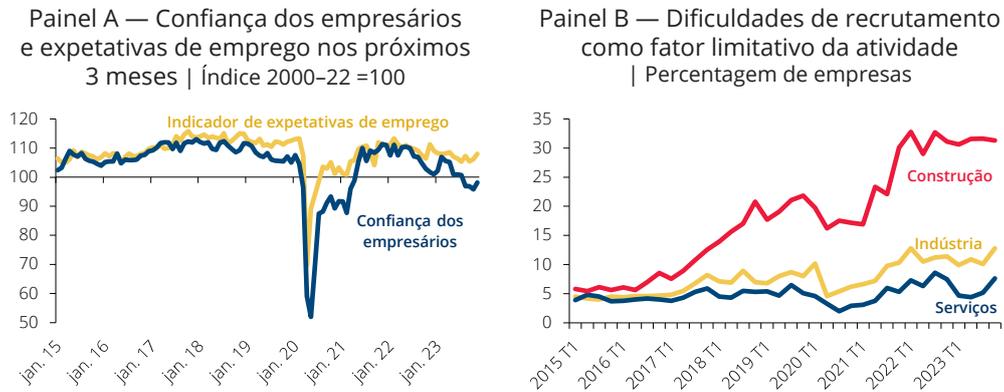
O mercado de trabalho continuará a apresentar uma situação favorável, apesar da quase estabilização do emprego, esperando-se um aumento dos salários reais. Em 2023, o emprego permaneceu resiliente, embora com indicações de abrandamento na segunda metade do ano. Nos inquéritos de conjuntura, os empresários reportaram uma redução das expectativas de criação de emprego, que foi, no entanto, contida face à deterioração das confianças setoriais, num contexto de maiores dificuldades de recrutamento (Gráfico I.1.8). O desempenho do emprego está associado ao maior dinamismo relativo da atividade nos serviços, mais intensivos em mão de obra. O crescimento do número de trabalhadores neste setor permaneceu superior ao do total da economia (variações homólogas de 1,5% e 0,7%, respetivamente, nos três primeiros trimestres de 2023).

As projeções deste Boletim incorporam um aumento do emprego de 0,8% em 2023, com uma desaceleração para 0,1% em 2024 e 0,3% em 2025–26 (Quadro I.1.1). A oferta de trabalho deverá continuar a aumentar, sustentada num aumento da imigração e da taxa de atividade que compensam o efeito do envelhecimento da população. Projeta-se uma subida da taxa de desemprego, para um valor médio de 7,2% em 2024–26, que é próximo da estimativa de taxa de desemprego tendencial.

O salário nominal médio da economia deverá aumentar 7,5% em 2023, 4,4% em 2024 e 3,8% em 2025–26, num contexto de redução da inflação. As projeções incorporam o salário mínimo anunciado para 2024 e previsto no acordo de rendimentos para 2025 e 2026 (820, 855 e 900

euros, respetivamente, implicando taxas de variação de 7,9%, 4,3% e 5,3%). A evolução em termos reais das remunerações deverá manter-se alinhada com o crescimento projetado para a produtividade em 2024–26.

Gráfico I.1.8 • Inquéritos de conjuntura às empresas



Fonte: Comissão Europeia. | Notas: A confiança dos empresários agrega os indicadores de confiança da indústria, dos serviços, do comércio a retalho e da construção (utilizando os pesos destes setores no Indicador de Sentimento Económico). Última observação: novembro 2023 (painel A), 2023 T4 (painel B).

A economia portuguesa estagnou nos trimestres recentes e as perspetivas a curto prazo são incertas, predominando os riscos em baixa. A fraqueza da atividade reflete o impacto da subida das taxas de juro e o abrandamento da procura externa, a par da dissipação do impulso associado à retoma pós-pandémica do turismo e à recuperação do choque sobre os termos de troca. As perspetivas são condicionadas pela incerteza dos novos focos de tensões geopolíticas e da situação política nacional. No entanto, subsistem fatores de resiliência no mercado de trabalho, no estímulo dos fundos europeus e na competitividade de alguns sectores-chave. A redução da inflação contribui, juntamente com a dinâmica do emprego e salários, para suportar o rendimento real das famílias.

Caixa 1 • Enquadramento e políticas

O crescimento anual da economia mundial deverá manter-se próximo de 3% em 2023-26, com diferenças por região (Quadro C1.1). O crescimento mundial é impulsionado pelas economias de mercado emergentes. Na área do euro, observou-se uma estagnação da atividade desde o final de 2022, que se deverá manter no último trimestre de 2023, mas projeta-se uma retoma do crescimento trimestral no início de 2024. Esta aceleração da atividade deverá refletir o maior dinamismo das exportações e, na segunda metade do ano, a recuperação do investimento. As projeções do Eurosistema apontam para que o crescimento anual da área do euro aumente de 0,6% em 2023 para 0,8% em 2024 e 1,5% em 2025-26.

Quadro C1.1 • Hipóteses do exercício de projeção

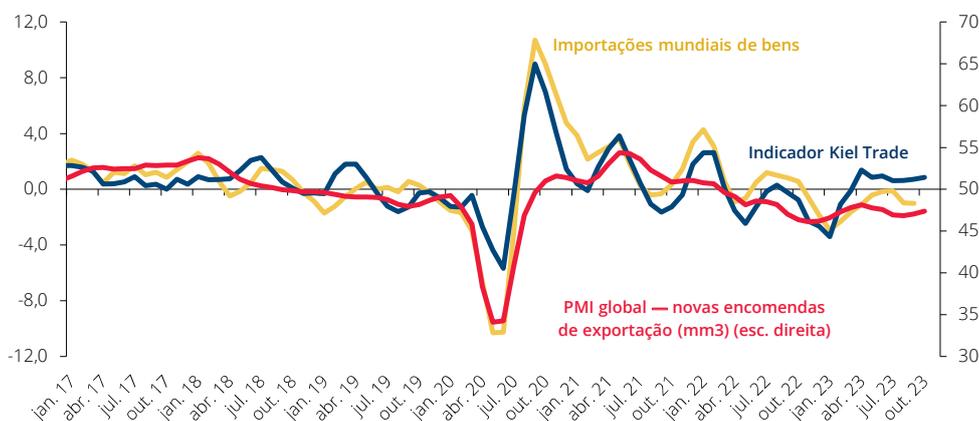
		BE dezembro 2023					Revisões face ao BE outubro 2023		
		2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
Enquadramento internacional									
PIB mundial	tva	3,3	3,0	2,8	3,0	3,0	0,1	0,1	0,0
PIB área do euro	tva	3,4	0,6	0,8	1,5	1,5	-0,1	-0,2	0,0
Comércio mundial	tva	6,2	0,7	2,7	3,0	3,1	0,4	-0,4	-0,2
Procura externa	tva	7,8	-0,3	2,0	3,0	2,9	-0,5	-0,8	0,1
Preços internacionais									
Preço do petróleo	vma	98,6	77,7	73,9	70,6	67,9	1,8	-0,9	-0,6
Preço do gás (MWh)	vma	123,1	41,5	47,4	44,2	36,9	-1,4	-6,8	-3,3
Matérias-primas não energéticas	tva	19,4	-15,2	-2,6	2,4	1,7	1,0	1,0	-0,8
Preço de importação dos concorrentes	tva	15,8	-1,0	2,0	2,7	2,2	-0,4	-0,2	0,3
Condições monetárias e financeiras									
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0,3	3,4	3,6	2,8	2,7	0,0	-0,1	-0,3
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	1,7	2,1	2,3	2,4	2,4	-0,2	-0,2	-0,3
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	-3,7	4,9	1,4	0,0	0,0	-0,4	-0,2	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,05	1,08	1,08	1,08	1,08	0,0	0,0	0,0

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 e de enquadramento externo e as projeções para o PIB e inflação da área do euro coincidem com as do exercício de projeção do BCE divulgado a 14 de dezembro (“Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema”, dezembro de 2023), incluindo a informação disponível até 24 de novembro. Os preços internacionais 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 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 expectativas 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 revisão da taxa de câmbio euro-dólar é apresentada em percentagem. 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.

Após uma evolução fraca em 2023, o comércio mundial de bens e serviços deverá acelerar para um ritmo de cerca de 3% em 2024-26, próximo do observado no período 2015-19 (Quadro C1.1). Esta evolução deverá refletir a dissipação de fatores conjunturais que confluíram para o baixo crescimento em 2023, como o abrandamento mais pronunciado das economias mais intensamente envolvidas no comércio da Europa e da Ásia, a rotação da procura global de bens para serviços e a desaceleração das transações de bens intermédios, associada à fraqueza do setor industrial. Os sinais de maior dinamismo de um indicador avançado do comércio mundial de bens baseado na atividade comercial marítima corroboram a expectativa de aceleração, mas o indicador PMI relativo a novas encomendas de exportação na indústria continua a apontar para uma fraqueza destes fluxos, em particular na área do euro (Gráfico C1.1). A procura externa dirigida à economia portuguesa apresenta um perfil similar ao do comércio mundial: depois de uma queda

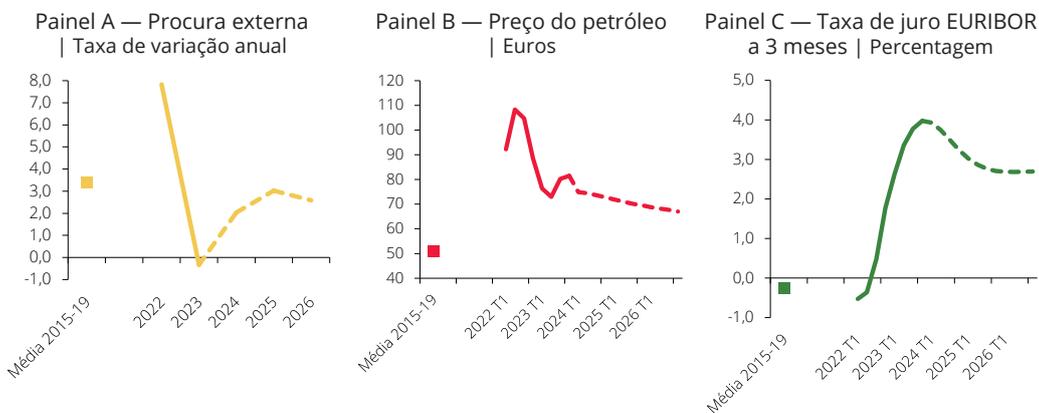
ligeira em 2023, deverá acelerar para 2,0% em 2024 e cerca de 3% em 2025-26 (Gráfico C1.2 — Painel A). O crescimento desta variável foi revisto em baixa para 2023 e 2024 (Quadro C1.1).

Gráfico C1.1 • Importações mundiais de bens, indicador *Kiel Trade* e PMI global — novas encomendas de exportação na indústria | Taxa de variação em cadeia trimestral e índice de difusão



Fontes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Kiel Institute (cálculos do Banco de Portugal) | Notas: O *Kiel Trade Indicator* estima os fluxos de comércio com base na movimentação de navios em tempo real. Importações mundiais e indicador *Kiel Trade*: taxa de variação em cadeia trimestral, que corresponde à variação do trimestre terminado no mês t face ao trimestre terminado no mês t-3. PMI global — novas encomendas de exportação na indústria: índice de difusão, um valor abaixo de 50 indica contração.

Gráfico C1.2 • Hipóteses para a procura externa, o preço do petróleo e as taxas de juro de curto prazo



Fontes: BCE e Refinitiv. | Nota: as linhas a tracejado correspondem às hipóteses do exercício de projeção. Estas hipóteses coincidem com as do exercício de projeção do BCE divulgado a 14 de dezembro (“Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema”, dezembro de 2023), incluindo a informação disponível até 24 de novembro. A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos mercados de futuros. A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros.

As pressões inflacionistas resultantes dos preços internacionais serão moderadas (Quadro C1.1).

Espera-se uma diminuição do preço do petróleo, associada a expectativas de um aumento da oferta dos EUA e de um abrandamento da procura (Gráfico C1.2 — Painel B). O elevado armazenamento de gás na Europa continua a oferecer segurança face ao risco de disrupções no fornecimento. Os preços das matérias-primas não energéticas deverão reduzir-se em 15,2% em 2023 e 2,6% em 2024, registando aumentos contidos no restante horizonte. Após uma redução em 2023, os preços de importação dos concorrentes de Portugal deverão aumentar

em torno de 2% em 2024-26. As projeções do Eurosistema apontam para uma redução gradual da inflação na área do euro, de 5,4% em 2023 para 2,7% em 2024, 2,1% em 2025 e 1,9% em 2026. A inflação excluindo energéticos e alimentares apresenta um perfil similar, diminuindo de 5,0% em 2023 para 2,7% em 2024, 2,3% em 2025 e 2,1% em 2026.

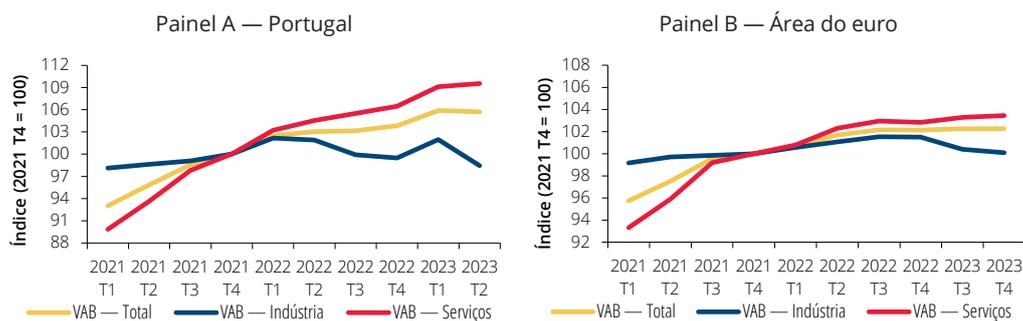
As expectativas implícitas nos contratos de futuro apontam para que as taxas de juro de curto prazo comecem a reduzir-se no próximo trimestre (Gráfico C1.2 — Painel C). Em média anual, a taxa EURIBOR a 3 meses sobe para 3,4% em 2023 e deverá atingir 3,6% em 2024, reduzindo-se para 2,8% em 2025 e 2,7% em 2026 (Quadro C1.1). A subida das taxas de juro do BCE continuou a transmitir-se às taxas dos novos empréstimos e dos novos depósitos das famílias e empresas em Portugal. A taxa de juro implícita na dívida portuguesa deverá aumentar de 2,1% em 2023 para 2,4% em 2026.

Caixa 2 • Análise do impacto da política monetária no VAB por setor de atividade

Desde 2022, a atividade económica em Portugal e na área do euro tem sido caracterizada por uma recuperação gradual após a reabertura da economia com o fim da pandemia. No entanto, a recuperação tem sido marcada por uma maior robustez nos serviços do que na indústria.⁵ No 2.º trimestre de 2023, em Portugal, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) dos serviços, excluindo administração pública, educação e saúde, encontrava-se 9,5% acima do registado no final de 2021 e o da indústria estava 2,5% abaixo (Painel A — Gráfico C2.1). Face ao período pré-pandemia (2019 T4), os serviços cresceram 8,2% e a indústria estava 1,2% abaixo. Esta dualidade também é verificada na área do euro, ainda que com menor magnitude (Painel B — Gráfico C2.1).

Diversos fatores explicam esta dinâmica. Com o levantamento das restrições impostas para assegurar o controlo da pandemia, assistiu-se a uma forte recuperação da procura pelos serviços que implicam um contacto mais intensivo e que foram os mais afetados durante esse período. Por outro lado, estas dinâmicas podem ser afetadas pelas decisões de política monetária que o Banco Central Europeu (BCE) tem tomado nos últimos meses.

Gráfico C2.1 • VAB em volume por setor de atividade | Índice (2021 T4 = 100)



Fonte: Eurostat. | Nota: Dados encadeados em volume.

Ao subir as taxas de juro de referência, o BCE aumenta os custos de financiamento de empresas e famílias, tentando incentivar a poupança e restringir a procura por bens e serviços e, com isso,

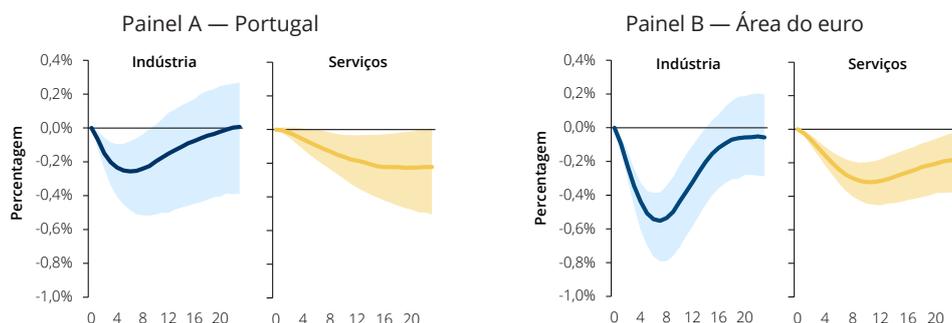
5. Esta dualidade foi explorada, também, na Caixa 3 “A dualidade indústria-serviços: Portugal no contexto das economias avançadas” do *Boletim Económico* de maio de 2020, quer para Portugal quer para outras economias avançadas.

reduzir a pressão sobre os preços. A desaceleração da atividade económica pode, porém, ser diferenciada entre setores de atividade.

Para avaliar o impacto da política monetária no VAB por setor de atividade, estimou-se um modelo BVAR (Vetor Autorregressivo Bayesiano) com dados trimestrais entre 1999 e 2019, para cada uma das economias. Este modelo inclui as seguintes variáveis: o preço do petróleo em euros, a taxa de juro Euribor a 3 meses, a taxa de câmbio nominal efetiva, um indicador de procura externa, o VAB em volume da indústria, dos serviços (excluindo os da administração pública, educação e saúde) e da construção e o deflator do consumo privado.

Tal como esperado, o choque de política monetária de um desvio-padrão na taxa de juro tem um impacto negativo e estatisticamente significativo no VAB da indústria e no VAB dos serviços (Gráfico C2.2). No entanto, ainda que os impactos máximos no setor da indústria e nos serviços não sejam estatisticamente diferentes, este é mais imediato na indústria. Em Portugal, a redução máxima do VAB no setor da indústria é de 0,25% após seis trimestres, enquanto nos serviços é de 0,22% após dezanove trimestres. Esta diferença é mais forte no caso da área do euro já que o choque tem um impacto máximo na indústria de -0,55% após sete trimestres, enquanto nos serviços é de -0,31% após dez trimestres. De notar que o impacto da política monetária parece ser mais forte na área do euro do que em Portugal. A literatura que aborda os efeitos diferenciados da política monetária entre países apresenta como possíveis causas para esta evidência, entre outras, o mix industrial de cada economia, a flexibilidade do mercado de trabalho e a importância das exportações.⁶

Gráfico C2.2 • Impacto da política monetária no VAB por setor de atividade | Percentagem



Fontes: Eurostat e BCE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (i) A linha sólida representa a função de resposta a um impulso de um desvio-padrão na taxa de juro a 3 meses que corresponde a um choque de 27 pontos base. A região sombreada mostra o intervalo de confiança de 90%. O eixo horizontal corresponde a trimestres. (ii) As variáveis (excluindo o deflator do consumo privado e a taxa de juro Euribor de 3 meses) são consideradas em logaritmo. A taxa de câmbio nominal efetiva e o indicador de procura externa são específicos da economia em análise. Na estimação para Portugal, é incluído o deflator do consumo privado da área do euro como variável exógena. São incluídos 8 desfazamentos das variáveis, em linha com a indicação dada pelos testes realizados (AIC e BIC). (iii) Para a identificação dos choques estruturais recorreu-se a uma decomposição de Cholesky seguindo a ordem das variáveis apresentada acima. Este método assume que o choque associado a cada variável tem um impacto contemporâneo apenas nas variáveis que lhes seguem na ordenação. Por exemplo, o choque de política monetária terá impacto no mesmo período em todas as variáveis, exceto no preço do petróleo. (iv) Para testar a robustez dos resultados, o modelo também foi estimado com a taxa de juro ESTR e com o índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) em substituição da taxa de juro Euribor de 3 meses e do deflator do consumo privado respetivamente, sem alteração significativa dos resultados.

O impacto diferenciado entre setores de atividade é um resultado referido na literatura económica.⁷ Várias análises semelhantes mostram que a estrutura setorial da economia afeta a transmissão da

6. Por referência, ver Georgiadis, G., "Examining asymmetries in the transmission of monetary policy in the euro area: Evidence from a mixed cross-section global VAR model", *European Economic Review*, 75, 2015, pp. 195-215 e Mandler, M., Scharnagl, M. e Volz U., "Heterogeneity in euro area monetary policy transmission: results from a large multicountry BVAR model", *Journal of Money, Credit and Banking*, 54 (2-3), 2022, pp. 627-649.

7. Por referência, ver Peersman, G. e Smets, F., "The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area", *The Economic Journal*, 115(503), 2005, pp. 319-342; e Hauptmeier S. e Holm-Hadulla F., "Industry structure and the real effects of monetary policy", *Boletim Económico BCE*, Edição 7/2023.

política monetária por diversos mecanismos. O setor da indústria é tipicamente mais intensivo em capital do que o setor dos serviços e, por isso, está mais exposto às alterações de condições de financiamento nas decisões de investimento e produção. Além disso, o consumo de bens industriais por parte das famílias, particularmente de bens duradouros, envolve mais frequentemente o recurso a crédito do que o consumo de serviços.

A análise apresentada propõe que a dicotomia que caracteriza o atual comportamento da indústria e dos serviços pode resultar, em certa medida, dos impactos diferenciados da política monetária. Esta dualidade é aparente tanto em Portugal como na economia da área do euro.

Caixa 3 • Impacto das alterações ao IRS e às prestações sociais do OE2024 sobre a distribuição de rendimento dos portugueses

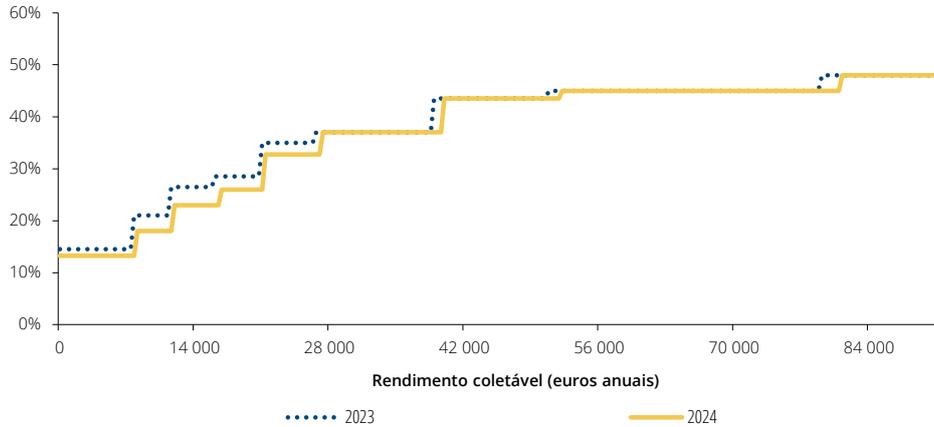
O Orçamento do Estado para 2024 (OE2024) inclui uma redução transversal do IRS e o reforço de prestações sociais, como o rendimento social de inserção (RSI), o complemento solidário para idosos (CSI) e o abono de família. Recorrendo ao modelo de simulação EUROMOD⁸ e aos dados do EU-SILC, pretende-se quantificar os efeitos directos deste conjunto de medidas sobre a distribuição do rendimento disponível, face a um cenário sem alteração de políticas, com exceção do aumento do salário mínimo e do indexante de apoios sociais e não considerando, pela sua natureza, as medidas temporárias em vigor.

Do lado da receita, as alterações ao IRS incluem a redução das taxas marginais do imposto (até ao 5.º escalão) e a atualização dos escalões do imposto em 3% para acompanhar a inflação esperada em 2024 (Gráfico C3.1), bem como a atualização do mínimo de existência em linha com o salário mínimo a vigorar em 2024 (820 euros mensais). No seu conjunto, estas alterações implicam uma diminuição da taxa média de imposto de 15% para 14%.

Estas alterações no IRS representam, em média, um aumento de cerca de 2% do rendimento disponível das famílias, o dobro do verificado em 2023 (Gráfico C3.2). Em termos distributivos, o conjunto das alterações ao IRS beneficia relativamente mais os indivíduos situados em decis de rendimento mais altos: 2,4% e 2,0% no nono e décimo decis, que compara com 0,2% e 0,5% no primeiro e segundo decis. Isto verifica-se porque o impacto da redução das taxas de imposto, o mais dominante em todos os decis de rendimento, é crescente ao longo da distribuição (até ao nono decil). De facto, embora o aumento do mínimo de existência beneficie mais os indivíduos que se encontram na primeira metade da distribuição, o seu efeito é bastante modesto comparado com os gerados pelas medidas sobre os escalões e as taxas de imposto.

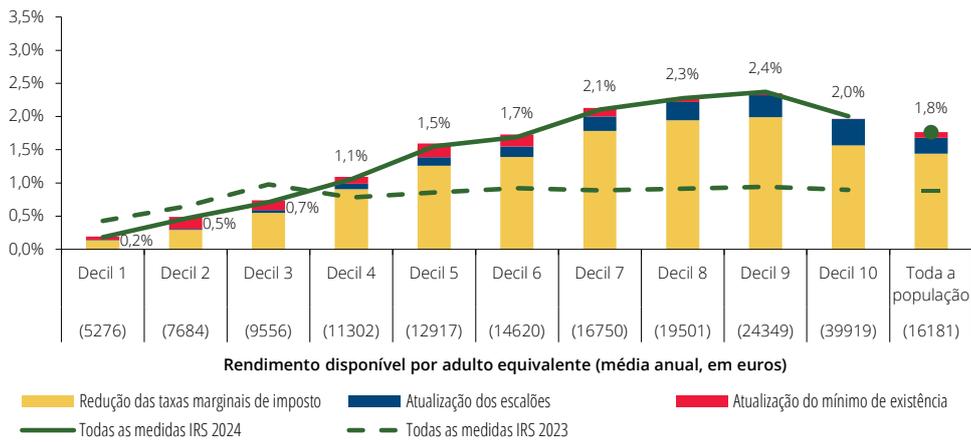
8. Para mais detalhes sobre o EUROMOD, ver Sutherland e Figari (2013), "EUROMOD: the European Union tax benefit microsimulation model", *International Journal of Microsimulation*, International Microsimulation Association, 1(6), 4–26 e visitar <https://euromod-web.jrc.ec.europa.eu/>.

Gráfico C3.1 • Taxas e escalões do IRS | Em 2023 e 2024



Fonte: Legislação do IRS e Orçamento do Estado 2024. | Notas: O rendimento colectável já tem em conta as deduções ao rendimento sujeito a IRS (entre as quais o mínimo de existência).

Gráfico C3.2 • Impacto total das medidas sobre o IRS | Em percentagem do rendimento disponível por adulto equivalente

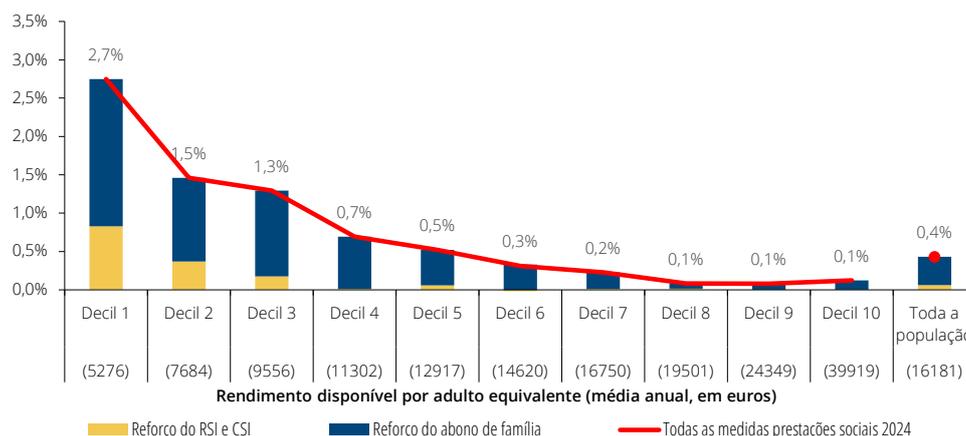


Fonte: Cálculos do Banco de Portugal baseados nas simulações do EUROMOD e nos dados do EU-SILC 2021. | Notas: A quantificação dos efeitos directos deste conjunto de medidas sobre a distribuição do rendimento disponível é feita face a um cenário sem alteração de políticas, com exceção da atualização do salário mínimo e do indexante de apoios sociais e não considerando, pela sua natureza, as medidas temporárias que estavam em vigor. Os agregados são distribuídos pelos decis tendo em consideração o seu rendimento disponível por adulto equivalente nesse cenário base. O cálculo do rendimento disponível por adulto equivalente utiliza a escala modificada da OCDE em que o primeiro adulto tem o peso de 1, membros adicionais do agregado com 14 ou mais anos pesam 0,5 e as crianças até aos 14 anos 0,3.

Do lado da despesa, o reforço das prestações sociais inclui o aumento dos valores de referência do RSI e do CSI — para 229,5 e 550 euros mensais, respetivamente — e o aumento do abono de família em 22 euros mensais por criança e jovem. O impacto médio total destas alterações sobre o rendimento disponível das famílias situa-se em 0,4%, dominando o impacto do aumento do abono de família (Gráfico C3.3). Em termos distributivos, o efeito do reforço das prestações é positivo para todos os decis de rendimento, mas o seu efeito é decrescente ao longo da distribuição do rendimento disponível, beneficiando relativamente mais as famílias com menos recursos. Para as famílias situadas no primeiro decil, o reforço destas prestações sociais representa um aumento do

seu rendimento disponível próximo dos 3%, que diminui para 1,5% no segundo decil. Se for tido em conta o desaparecimento das medidas que em 2023 estiveram temporariamente em vigor — o apoio extraordinário de 15 euros mensais às famílias com crianças e jovens e o apoio de 360 euros anuais às famílias vulneráveis — o efeito líquido total sobre o rendimento disponível das famílias que se encontram no primeiro e segundo decis será negativo (-1,8% e -0,9%).

Gráfico C3.3 • Impacto total das medidas relativas às prestações sociais | Em percentagem do rendimento disponível por adulto equivalente



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal baseados nas simulações do EUROMOD e nos dados do EU-SILC 2021. | Notas: A quantificação dos efeitos directos deste conjunto de medidas sobre a distribuição do rendimento disponível é feita face a um cenário sem alteração de políticas, com exceção da actualização do salário mínimo e do indexante de apoios sociais e não considerando, pela sua natureza, as medidas temporárias que estavam em vigor. Os agregados são distribuídos pelos decis tendo em consideração o seu rendimento disponível por adulto equivalente nesse cenário base. O cálculo do rendimento disponível por adulto equivalente utiliza a escala modificada da OCDE em que o primeiro adulto tem o peso de 1, membros adicionais do agregado com 14 ou mais anos pesam 0,5 e as crianças até aos 14 anos 0,3.

Caixa 4 • Desempenho das exportações portuguesas de bens e de serviços

As exportações portuguesas de bens e serviços registaram um crescimento real superior ao da procura externa em 2021–22 e no primeiro semestre de 2023. Este desempenho favorável prolonga a tendência de ganhos de quota observada desde 2016, apenas interrompida pelo choque pandémico em 2020 (Gráfico C4.1).⁹

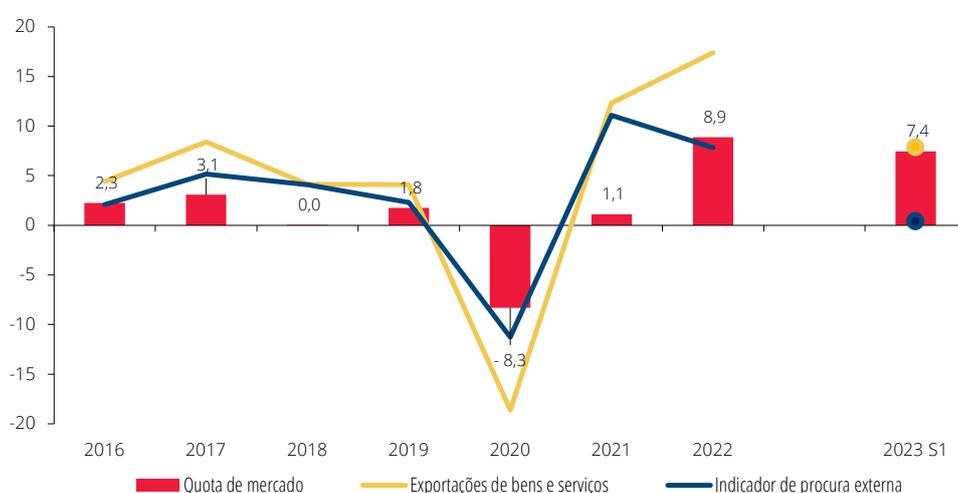
A avaliação do desempenho das exportações em volume só é possível em termos agregados, sendo baseada numa comparação com um indicador de procura externa em que as importações de cada país são ponderadas pela sua relevância como destino das exportações portuguesas, mas onde a composição sectorial não é tida em conta.

A metodologia da quota de mercado constante permite uma análise detalhada das quotas dos exportadores portugueses por mercado de produto/geográfico no mesmo período. Contudo, os

9. Para uma análise para um período mais recuado, ver Caixa — “Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas” do *Boletim Económico* de junho de 2018. Entre 2008 e 2017, mais de metade do crescimento real acumulado das exportações de bens e serviços esteve associado a ganhos de quota de mercado.

dados com o detalhe necessário só estão disponíveis em termos nominais pelo que as variações de quota podem resultar de ganhos ou perdas em volume ou de variações de preços relativos. Não obstante eventuais diferenças na evolução das quotas em volume e em valor em termos agregados, esta análise tem a vantagem de identificar os contributos dos mercados específicos para a variação da quota agregada. Os combustíveis foram excluídos das exportações de bens, uma vez que o preço deste tipo de produtos apresenta flutuações acentuadas, afetando as conclusões da análise. Adicionalmente, o detalhe recente das importações de bens por produto só está disponível para os países da União Europeia, pelo que se optou por focar a análise neste mercado. O peso da União Europeia no total das exportações de bens e serviços em 2022 foi de 64,4% (69,5% no caso dos bens e 55,4% dos serviços).

Gráfico C4.1 • Exportações de bens e serviços, indicador de procura externa e quota de mercado, em termos reais | Taxa de variação em percentagem



Fontes: BCE e INE (Contas nacionais) (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O indicador de procura externa é calculado pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada parceiro comercial é ponderado de acordo com o seu peso no total das exportações. A variação da quota de mercado das exportações de bens e serviços é obtida comparando a variação real das exportações de Portugal com a do indicador de procura externa assim obtido.

A metodologia da quota de mercado constante decompõe o diferencial entre a variação das exportações de Portugal para a UE e das importações totais da UE no “efeito quota de mercado” e no “efeito estrutura combinada”. O primeiro corresponde à agregação da variação das quotas nos mercados individuais produto/país. O segundo avalia os efeitos da especialização das exportações para o diferencial, que serão positivos se o país estiver especializado em mercados setoriais ou geográficos com maior dinamismo nas importações globais.

Entre 2016 e o primeiro semestre de 2023, as exportações portuguesas para a UE de bens excluindo combustíveis apresentaram um crescimento nominal, em termos médios, superior ao das respectivas importações da UE (Quadro C4.1). O diferencial apenas foi negativo em 2020–21, situando-se a média do período analisado em 1,4 pp. A decomposição deste diferencial mostra que o efeito quota de mercado foi determinante — com um contributo médio de 1,7 pp no período, sendo positivo em todos os anos com exceção de 2022. O contributo do efeito estrutura foi ligeiramente negativo (-0,3 pp, em média), apontando para um impacto pouco significativo da especialização relativa das exportações de bens.

Quadro C4.1 • Exportações de bens excluindo combustíveis para a UE — análise de quota de mercado constante | Taxa de variação em percentagem e contributos em pontos percentuais

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 S1	2016–23 S1 (média)
Exportações portuguesas intra-UE	%	6,0	8,2	9,0	5,5	-8,1	17,6	19,8	5,0	7,9
Importações totais da UE	%	2,8	7,9	5,0	2,6	-5,5	17,8	19,7	1,2	6,4
Diferencial (efeito total)	pp	3,2	0,4	4,0	2,9	-2,6	-0,2	0,0	3,8	1,4
Contributos:										
Efeito quota de mercado	pp	2,8	1,0	4,5	3,1	0,5	0,4	-1,2	2,4	1,7
Efeito estrutura combinada	pp	0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-3,1	-0,6	1,2	1,3	-0,3

Fontes: INE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Consideraram-se as importações dos 26 parceiros da UE, com detalhe por produto (11 grupos de produto, definidos a partir dos capítulos da nomenclatura combinada), obtendo-se 286 mercados individuais país/produto. O efeito total é a diferença entre a taxa de variação das exportações portuguesas de bens para a UE e a taxa de variação das importações totais da UE e pode ser decomposto em dois efeitos: (i) um efeito quota de mercado que mede o impacto de alterações na quota em cada mercado (país/produto), sendo calculado com base na diferença entre a taxa de crescimento das exportações portuguesas e a taxa de crescimento das importações em cada mercado individual, ponderada pelo peso de cada mercado individual no total das exportações portuguesas para a UE; e (ii) um efeito estrutura combinada que mede o impacto da concentração relativa das exportações portuguesas em mercados individuais país/produto com crescimentos acima ou abaixo da média das importações da UE. Para detalhes sobre a metodologia, ver Amador, J. e Cabral, S. (2008), “O desempenho das exportações portuguesas em perspetiva: uma análise de quota de mercado constante”, *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Outono 2008.

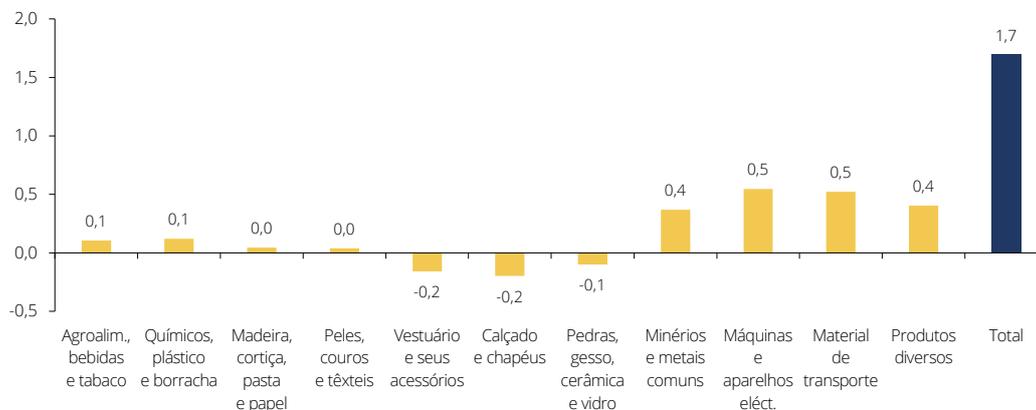
Para o efeito quota de mercado contribuíram principalmente os ganhos nos mercados de máquinas e aparelhos elétricos, material de transporte, minérios e metais comuns, produtos diversos (essencialmente ótica e instrumentos médicos e mobiliário) e agroalimentares (Gráfico C4.2). Estes resultados revelam a capacidade competitiva das empresas portuguesas nos mercados individuais considerados. Estes produtos representavam 62,2% das exportações totais de bens excluindo combustíveis para a UE em 2022. Em contrapartida, verificaram-se perdas de quota relativamente sistemáticas no período analisado nos mercados de vestuário e seus acessórios, de calçado e chapéus, de pedras, gesso, cerâmica e vidro. O peso destas exportações tem vindo a reduzir-se, situando-se em 13,6% em 2022. Por mercado geográfico, observaram-se ganhos médios na maioria dos principais parceiros comerciais da UE, com destaque para os mercados francês e espanhol (contributo médio de 0,6 pp e 0,4 pp, respetivamente).

No caso do comércio de serviços, as exportações de Portugal para a UE cresceram, em média, 5,3 pp acima das importações da UE entre 2016 e o primeiro semestre de 2023 (Quadro C4.2). Tal como no caso dos bens, este diferencial reflete predominantemente o efeito quota de mercado, que ascendeu a 3,6 pp, em média. O efeito estrutura foi também positivo em média (1,6 pp), mas com variações acentuadas nos anos recentes. Esta evolução resultou da especialização de Portugal no turismo — com um peso no total das exportações de serviços para a UE superior ao peso nas importações da UE (respetivamente 51% e 16% em 2019) — que implicou uma exposição acrescida à quebra muito acentuada deste mercado em 2020 e à recuperação posterior.

O contributo mais significativo para o efeito quota de mercado esteve associado aos serviços de viagens e turismo (2,1 pp) (Gráfico C4.3).¹⁰ Salienta-se também o contributo das exportações de serviços de telecomunicações, informáticos e de informação (0,9 pp), com ganhos de quota de mercado apreciáveis, especialmente desde 2018. No que se refere aos mercados geográficos, os ganhos de quota têm sido generalizados, com destaque para os mercados alemão e francês (contributos de 1,2 pp e 1,0 pp, respetivamente).

10. Os ganhos nos mercados emissores de turistas da UE foram particularmente significativos em 2016-17 (contributo de 4,4 pp, em média) e mantiveram-se na recuperação pós-pandemia. No primeiro semestre de 2023, a análise aponta para uma perda ligeira de quota do turismo na UE.

Gráfico C4.2 • Efeito quota de mercado nas exportações de bens excluindo combustíveis para a UE — contributos por produto | Em pontos percentuais, média 2016–2023 S1



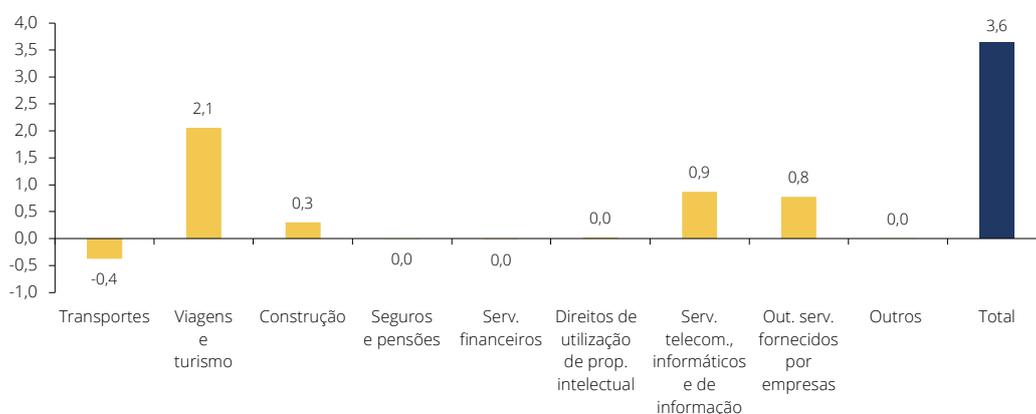
Fontes: Eurostat e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O efeito quota de mercado mede o impacto de alterações na quota em cada mercado produto/país e é calculado com base na diferença entre a taxa de crescimento das exportações portuguesas e a taxa de crescimento das importações em cada mercado individual, ponderada pelo peso de cada mercado individual no total das exportações portuguesas para a UE.

Quadro C4.2 • Exportações de serviços para a UE — análise de quota de mercado constante | Taxa de variação em percentagem e contributos em pp

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 S1	2016–23 S1 (média)
Exportações portuguesas intra-UE	%	9,8	14,4	10,9	6,2	-32,2	24,7	47,6	20,0	12,7
Importações totais da UE	%	3,2	6,6	5,4	13,5	-12,0	10,1	23,2	9,3	7,4
Diferencial (efeito total)	pp	6,6	7,8	5,4	-7,3	-20,2	14,6	24,4	10,7	5,3
Contributos:										
Efeito quota de mercado	pp	5,9	6,6	4,0	-1,3	-0,1	5,2	3,6	5,3	3,6
Efeito estrutura combinada	pp	0,6	1,2	1,5	-5,9	-20,1	9,5	20,8	5,4	1,6

Fontes: Eurostat e Banco de Portugal (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Consideraram-se as importações dos 26 parceiros da UE, com detalhe por serviços (9 tipos de serviços, definidos a partir da classificação da 6.ª edição do manual da balança de pagamentos do FMI), obtendo-se 234 mercados individuais país/serviço. Sobre a metodologia da quota de mercado constante, ver a nota ao quadro anterior.

Gráfico C4.3 • Efeito quota de mercado nas exportações de serviços para a UE — contributos por tipo de serviço | Em pontos percentuais, média 2016–2023 S1



Fontes: Eurostat and Banco de Portugal (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O efeito quota de mercado mede o impacto de alterações na quota em cada mercado produto/país e é calculado com base na diferença entre a taxa de crescimento das exportações portuguesas e a taxa de crescimento das importações em cada mercado individual, ponderada pelo peso de cada mercado individual no total das exportações portuguesas para a UE. O agregado "Outros" inclui os serviços de transformação de recursos pertencentes a terceiros, os serviços de manutenção e reparação, os serviços pessoais, culturais e recreativos e os bens e serviços das administrações públicas n.i.n.r.

II Tema em destaque

A desalavancagem das empresas portuguesas no contexto europeu

A desalavancagem das empresas portuguesas no contexto europeu¹

A alavancagem das empresas portuguesas tem registado uma trajetória descendente nos últimos 15 anos. A crise financeira global de 2008 marcou o ponto de inflexão numa trajetória até aí caracterizada por um gradual aumento. O rácio de alavancagem, definido como dívida em percentagem do ativo, diminuiu de 60% em junho de 2008 para 49% em junho de 2023. As restrições no acesso a financiamento e a recessão global contribuíram para que em Portugal, como na maioria das economias avançadas, se iniciasse uma trajetória de desalavancagem. A crise das dívidas soberanas na área do euro, em 2010-2012, contribuiu para a continuação deste ajustamento na estrutura de capital das empresas. Contudo, o período de recuperação económica que se seguiu não foi acompanhado por um aumento da alavancagem das empresas. Pelo contrário, em Portugal a tendência de desalavancagem acentuou-se a partir de 2013, apesar da prevalência das taxas de juro em mínimos históricos. No conjunto da área do euro este período de amplo acesso a financiamento também foi acompanhado por uma diminuição da alavancagem das empresas.

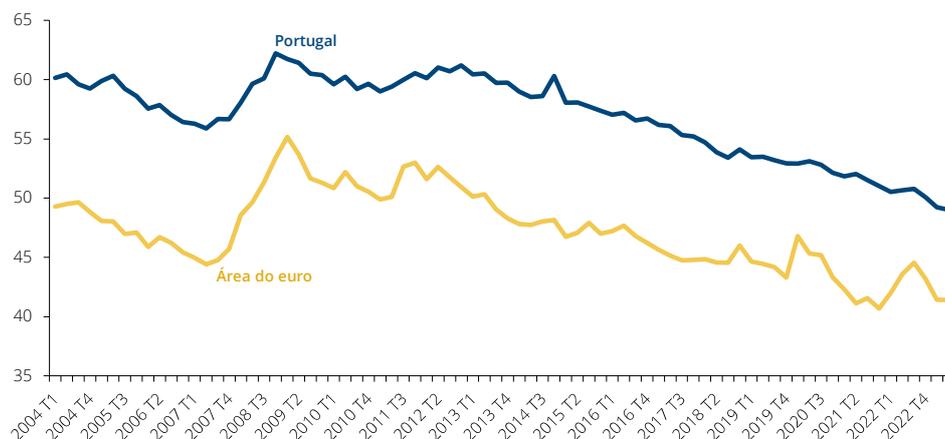
Em termos agregados, as empresas portuguesas apresentam, estruturalmente, rácios de alavancagem mais elevados do que a média europeia. Em junho de 2023, o rácio de alavancagem das empresas portuguesas era 49%, o que compara com 41% na área do euro. Contudo, tal pode refletir diferenças nas características das empresas que compõem o tecido empresarial português. Por exemplo, a representatividade setorial pode ser diferente, bem como a dimensão das empresas ou a sua rentabilidade. Deste modo, a análise agregada do rácio de alavancagem das empresas portuguesas deve ser complementada por uma análise ao nível da empresa, comparando níveis de alavancagem para empresas com características semelhantes. Esta análise sugere que, se forem tidas em consideração as características das empresas e da economia, os rácios de alavancagem das empresas portuguesas se encontram globalmente alinhados com o expectável, por comparação com o observado em vários países da área do euro.

A desalavancagem das empresas portuguesas e europeias

Ao longo das últimas duas décadas, as empresas portuguesas diminuíram significativamente a sua alavancagem, definida como dívida em percentagem do ativo (Gráfico 1). Neste período, a evolução da alavancagem em Portugal acompanhou a tendência europeia. Em junho de 2023, a dívida das empresas portuguesas representava 49% do ativo, o que compara com 41% para as empresas da área do euro.² Em junho de 2008, estes rácios eram, respetivamente, 60 e 50%.

1. Preparado por Diana Bonfim, Pedro Moreira e Nuno Silva.
2. O endividamento das empresas de um país também pode ser medido como dívida em percentagem do PIB. Se for considerada esta medida, a alavancagem das empresas portuguesas era inferior à das empresas da área do euro em junho de 2023 (119% e 125%, respetivamente). Contudo, esta forma de medir a alavancagem compara uma dimensão relativamente estrutural das empresas (a sua dívida) com a criação de valor na economia ao longo de um ano (PIB), fazendo com que a evolução deste indicador seja por vezes mais afetada pelo comportamento cíclico da economia do que por alterações na estrutura de capital das empresas. Este indicador também evidencia uma desalavancagem das empresas portuguesas entre 2012 e 2019. A partir dessa data este rácio tem-se mantido globalmente estável e inferior ao observado na área do euro.

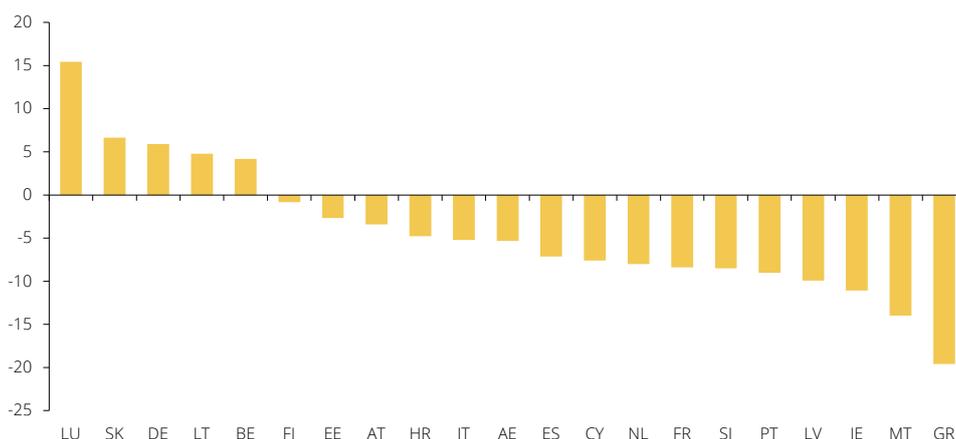
Gráfico 1 • Rácio de alavancagem das empresas em Portugal e na área do euro | Percentagem



Fonte: BCE. | Nota: rácio de alavancagem definido como dívida em percentagem do ativo.

As empresas portuguesas apresentam, estruturalmente, um rácio de alavancagem superior ao das empresas na área do euro. No final do segundo trimestre de 2023, os rácios de alavancagem eram superiores ao português em oito países na área do euro: Eslováquia (64%), Alemanha (60%), Croácia (58%), Luxemburgo (56%), Malta (54%), Chipre (50%), Áustria (50%) e Lituânia (49%). Esta situação contrasta com a observada no final de 2014, antes do início do período mais pronunciado de desalavancagem, quando as empresas portuguesas estavam no grupo dos três países com maiores rácios de dívida (sendo ultrapassadas apenas pela Croácia, que na altura não fazia parte da área do euro, e Malta). Esta evolução representa um dos processos de desalavancagem mais acentuados no quadro europeu (Gráfico 2).

Gráfico 2 • Variação do rácio de alavancagem entre 2015 T1 e 2023 T2 | Em pontos percentuais



Fonte: BCE. | Nota: rácio de alavancagem definido como dívida em percentagem do ativo.

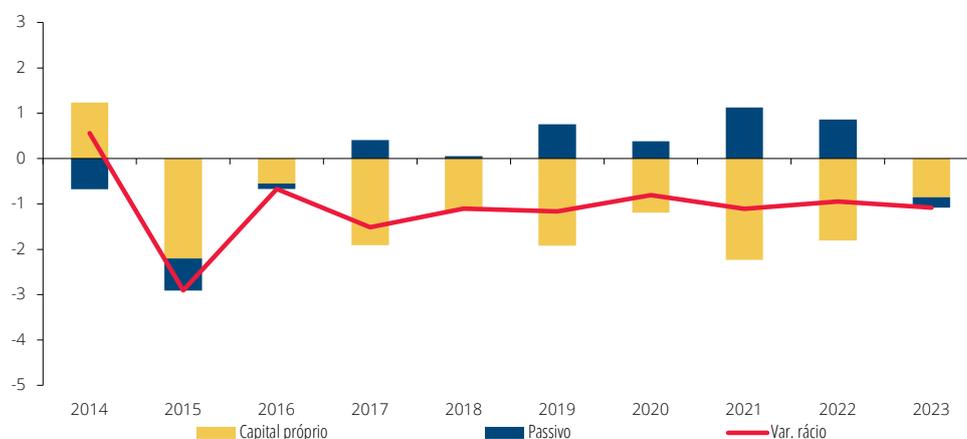
A diminuição da alavancagem das empresas pode ser feita por duas vias: uma diminuição da dívida ou um aumento dos capitais próprios. Cada unidade do ativo de uma empresa pode ser financiada por dívida ou por capitais próprios. A diminuição do recurso a dívida e o aumento do

recurso a capitais próprios, por cada unidade de ativo, implicam uma redução da alavancagem das empresas. A evolução dos capitais próprios reflete a evolução dos resultados operacionais das empresas, o pagamento ou recebimento de dividendos e injeções de capital, bem como reavaliações feitas ao valor dos ativos da empresa. A evolução da dívida reflete as novas emissões de dívida junto de instituições financeiras, parceiros comerciais e sócios (que assume uma dimensão habitualmente expressiva em Portugal), bem como a amortização de dívidas previamente contraídas.

A desalavancagem das empresas portuguesas desde 2015 refletiu um reforço consistente dos seus capitais próprios (Gráfico 3). Note-se que esta análise se refere ao conjunto de empresas ativas em cada momento. Deste modo, o ajustamento reflete também a criação e destruição de empresas. Em todos os anos desde 2015, o reforço dos capitais próprios das empresas portuguesas contribuiu para a sua desalavancagem. Este reforço foi expressivo em 2015, 2017, 2019, 2021 e 2022. Nestes anos, o reforço dos capitais próprios contribuiu em cerca de 2 pp para a diminuição do rácio de alavancagem. A diminuição da dívida foi relevante apenas entre 2014 e 2016 e, mais recentemente, em 2023. Nos restantes anos, a dívida aumentou, tendo contribuído para mitigar parcialmente o efeito do reforço dos capitais próprios na diminuição da alavancagem das empresas. O aumento da dívida foi expressivo em 2021 e 2022, refletindo em parte o aumento do recurso a financiamento bancário durante a pandemia (parte do qual através de empréstimos com garantias públicas).

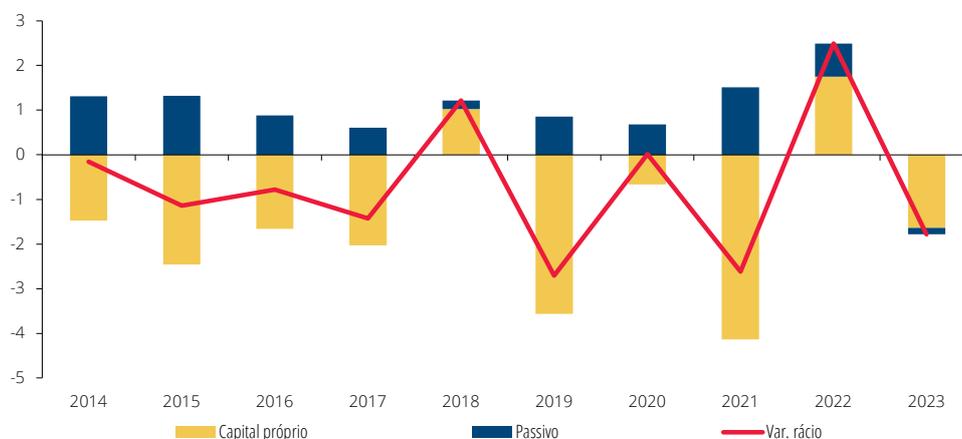
Na área do euro, a desalavancagem das empresas também refletiu um reforço dos capitais próprios (Gráfico 4). O capital próprio teve um contributo negativo apenas em 2018 e 2022, o que se traduziu num aumento da alavancagem nesses anos. Os contributos para a variação da alavancagem diferem dos observados em Portugal na medida em que o aumento da dívida das empresas na área do euro contribuiu positivamente para a sua alavancagem em todos os anos, com exceção de 2022. Deste modo, enquanto a desalavancagem das empresas portuguesas refletiu sobretudo o reforço dos capitais próprios, sendo acompanhada por uma contenção no endividamento, no conjunto da área do euro o efeito do reforço dos capitais próprios foi parcialmente mitigado pelo aumento do recurso a dívida. A evolução registada em Portugal foi muito semelhante à observada nos países mais afetados pela crise das dívidas soberanas (Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha).

Gráfico 3 • Contributos para a variação do rácio de alavancagem em Portugal | Em pontos percentuais



Fonte: BCE. | Nota: rácio de alavancagem definido como dívida em percentagem do ativo.

Gráfico 4 • Contributos para a variação do rácio de alavancagem na área do euro | Em pontos percentuais



Fonte: BCE. | Nota: rácio de alavancagem definido como dívida em percentagem do ativo.

A alavancagem das empresas portuguesas e europeias e as suas características

Os rácios de alavancagem das empresas diferem entre países por diversos motivos. O tecido empresarial pode apresentar características específicas, traduzindo-se em necessidades de financiamento diferenciadas. Pode, por exemplo, existir uma diferente composição setorial na economia ou as empresas podem ter características que as distinguem, o que pode ser relevante para as suas decisões de estrutura de capital.

Para avaliar a distância das empresas (portuguesas) aos rácios expectáveis de alavancagem foi seguida a metodologia subjacente à literatura sobre rácios objetivo de alavancagem (*target leverage ratios*).³ Em primeiro lugar, estima-se o rácio de alavancagem expectável para cada empresa, tendo por base uma regressão onde a variável dependente é o rácio de alavancagem de cada empresa e as variáveis independentes são características observadas e não observadas das empresas e dos respetivos países. Assume-se que estas características têm um impacto igual no rácio de alavancagem das empresas nos diferentes países. O modelo é estimado com base em cinco países da área do euro para os quais existem dados disponíveis (Bélgica, Eslováquia, Espanha, França e Itália). Os valores estimados para a variável dependente representam o que poderia ser o rácio expectável, com base nas características das empresas. Em segundo lugar, compara-se o valor estimado para a alavancagem das empresas portuguesas obtido com esta regressão com os valores efetivamente observados. Tal permite compreender se a empresa tem uma alavancagem inferior ou superior ao sugerido pelas suas características. Mais formalmente, a metodologia consiste na estimação da seguinte regressão:

$$\frac{D}{A_{isjt}} = \alpha_1 X_{it-1} + \alpha_2 Z_{jt} + \alpha_s + \alpha_t + \varepsilon_{isjt} \quad (1)$$

3. Veja-se, por exemplo, Leary and Roberts (2005), Flannery and Rangan (2006), Strebulaev (2007), Lemmon et al. (2008), Huang and Ritter (2009). A metodologia adotada encontra-se explicada de forma mais detalhada em Antão e Bonfim (2012).

onde a variável dependente, $\frac{D}{A_{isjt}}$, é o rácio entre dívida e ativos da empresa i , com atividade no setor s , no país j , no ano t . X_{it-1} é um vetor de características das empresas e Z_{jt} um vetor de características dos países. As características das empresas são consideradas com um ano de desfasamento. α_s são efeitos fixos por setor de atividade e α_t são efeitos fixos temporais. Estes efeitos fixos permitem controlar, respetivamente, por características não observadas dos setores de atividade e por efeitos temporais comuns a todas as empresas. As características das empresas consideradas nas regressões são rendibilidade (EBITDA sobre ativo), crescimento das vendas, ativos tangíveis sobre ativo total, dimensão (logaritmo do ativo total) e ativos correntes sobre passivos correntes. Todas estas variáveis são consideradas como potencialmente relevantes para explicar a alavancagem das empresas (Graham and Leary, 2011). Para além disso, como características dos países, são considerados o diferencial entre a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 10 anos de cada país e a da Alemanha e o crescimento real do PIB em cada país.

Para a estimação foram utilizados dados de empresas de vários países da área do euro, disponíveis na plataforma iBACH. A iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised) do ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices) é uma base de dados que contém estatísticas harmonizadas das contas anuais das empresas não financeiras europeias. Esta base de dados resulta da colaboração de vários bancos centrais da área do euro, permitindo a comparação de empresas não financeiras em vários países. A base de dados contém informação de empresas da Bélgica, Eslováquia, Espanha, França, Itália e Portugal. Foram recolhidos dados entre 2000 e 2022. Contudo, a representatividade da amostra varia entre anos e países. Por exemplo, a base de dados só inclui todos os países mencionados a partir de 2011 e apenas a Bélgica tem dados para 2022. A representatividade da amostra é particularmente elevada para Portugal e Itália. Nestes dois países existe informação relativa a quase todas as empresas. A base de dados é constituída em 92% por micro e pequenas empresas, um valor ligeiramente inferior ao observado para Portugal (97%). Foram aplicados vários filtros nos dados: foram eliminadas observações relativas a empresas sem trabalhadores, com ativos nulos ou negativos, com passivos negativos, empresas inativas, empresas de atividades financeiras e de seguros, das administrações públicas, empresas sem informação necessária para calcular a dimensão da empresa e observações com inconsistências no cálculo do valor da alavancagem. No total, a base de dados tem quase 23 milhões de observações (Quadro A1, no Anexo). A composição setorial da economia apresenta algumas diferenças entre países (Quadro A2, no Anexo). As variáveis macroeconómicas e financeiras foram obtidas através do Eurostat.

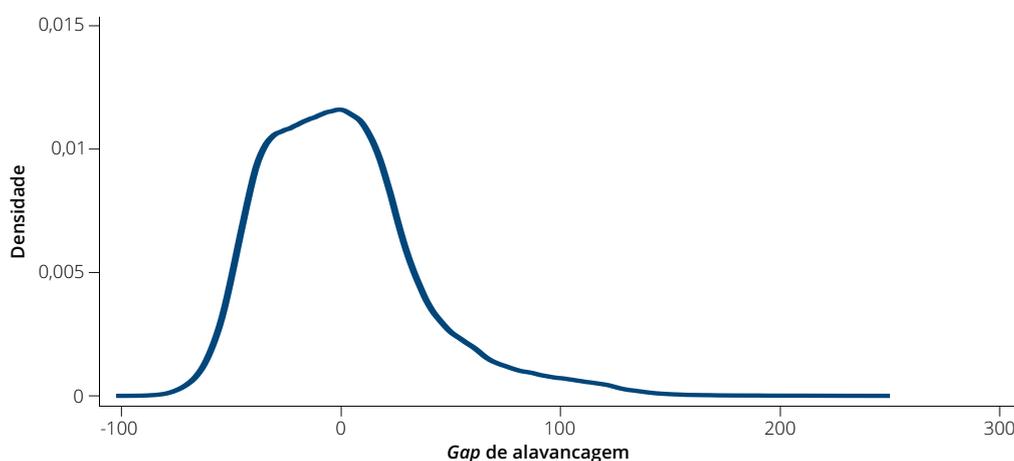
Para efeitos de estimação do rácio expectável de dívida, com base na equação (1) são utilizados dados de todos os países exceto Portugal. A estimação da regressão para estes países constitui um referencial que permite obter os coeficientes relativos a variáveis de empresas e da economia, bem como efeitos fixos de setor de atividade e ano. Os resultados desta estimação são apresentados no Quadro A3, no Anexo. Posteriormente, os coeficientes obtidos através desta estimação são aplicados às empresas portuguesas, permitindo obter uma estimativa do que seria o rácio expectável para cada uma destas empresas, em cada ano, dadas as suas características. A diferença entre o valor observado para o rácio de alavancagem e o valor estimado com esta metodologia constitui a *gap* de alavancagem. Um *gap* positivo sugere que a empresa tem mais dívida do que o expectável dadas as suas características. Esta análise permite ter um termo de comparação mais informado do que a simples comparação de rácios de alavancagem. Por exemplo, é possível que as empresas portuguesas tenham rácios superiores ao observado nos restantes países analisados por terem características diferentes das empresas na generalidade desses países.

O Gráfico 5 apresenta a distribuição do *gap* de alavancagem das empresas portuguesas entre 2015 e 2021, permitindo observar que, em termos médios, a alavancagem das empresas portuguesas não se encontra desalinhada das suas características. O valor médio (não ponderado)

do *gap* é 0,1 pp, o que implica que, em termos médios, o rácio de alavancagem das empresas portuguesas é muito próximo do expectável dadas as suas características. Contudo, a empresa mediana regista um rácio de alavancagem cerca de 3,9 pp inferior ao expectável (sendo o rácio de alavancagem mediano, nesta amostra, de 60%). Tal significa que para a empresa mediana a alavancagem é inferior ao que seria expectável dadas as suas características. No seu conjunto, existem mais empresas com rácios de alavancagem inferiores ao expectável do que superiores.

Existe, contudo, uma variabilidade significativa de situações. Para 25% das empresas, a diferença entre a sua alavancagem e a expectável é menor do que -26 pp, o que constitui uma diferença mais significativa. Para outras 25% das empresas, o diferencial é superior a 18 pp. Para 10% das empresas, o diferencial é superior a 45 pp, o que pode sugerir níveis de alavancagem significativamente superiores ao expectável dadas as suas características. Este enviesamento na aba direita da distribuição faz com que a média seja superior à mediana.

Gráfico 5 • Distribuição do *gap* de alavancagem das empresas portuguesas, 2015-2021 | Em percentagem



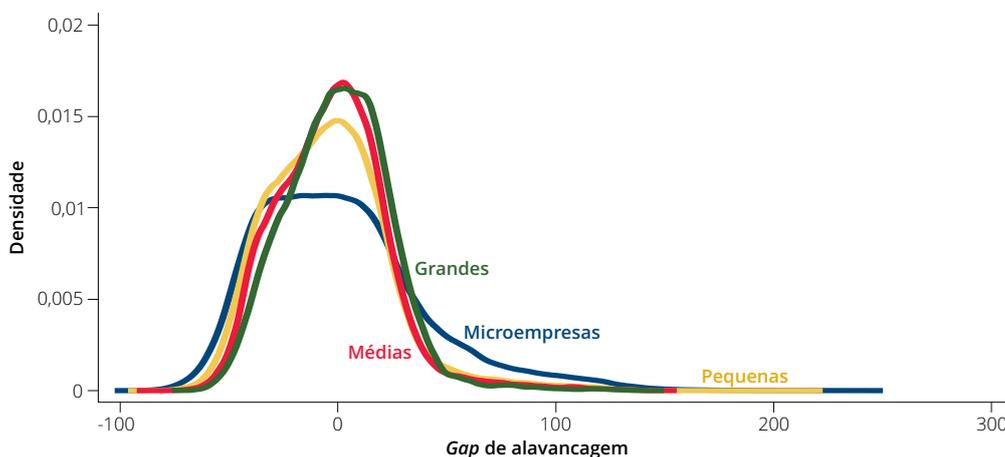
Fontes: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), Eurostat e cálculos dos autores. | Nota: o *gap* de alavancagem é definido como a diferença entre o rácio de alavancagem das empresas e o rácio expectável. Este rácio é calculado por recurso à estimação da equação (1) para o conjunto de empresas com informação disponível na iBACH, excluindo as empresas portuguesas. Um *gap* positivo significa que a empresa tem maior alavancagem do que o sugerido pelas suas características.

A dimensão das empresas pode ter um contributo relevante para explicar a heterogeneidade do *gap* de alavancagem. No Gráfico 6 apresenta-se a distribuição empírica do *gap* por dimensão das empresas.⁴ A dispersão é maior para as empresas de menor dimensão. As microempresas apresentam uma maior variação no *gap* de alavancagem. Em termos médios, o *gap* situa-se em 1,2 pp, ou seja, estas empresas registam, em média, rácios de alavancagem superiores ao sugerido pelas estimativas efetuadas com base em dados de outros países europeus. O valor médio positivo do *gap* para microempresas reflete a existência de algumas empresas com *gaps* muito elevados. Na verdade, o *gap* mediano é -3,5 pp, próximo dos -3,9 pp observados para o conjunto das empresas. As pequenas empresas são as que registam *gaps* mais negativos (o *gap* médio é -4,3 pp e o mediano -5,5 pp). Dadas as suas características, seria expectável que a sua alavancagem fosse superior.

4. A classificação das empresas segue os critérios da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas (2003/361/CE).

As empresas médias encontram-se mais alinhadas com o expectável (o *gap* médio é -2,7 pp e o mediano -2,8 pp). As empresas grandes são as que se encontram mais em linha com o expectável. O *gap* médio é 0,2 pp e o mediano 0,3 pp.

Gráfico 6 • Distribuição do *gap* de alavancagem das empresas portuguesas por dimensão, 2015–2021 | Em percentagem

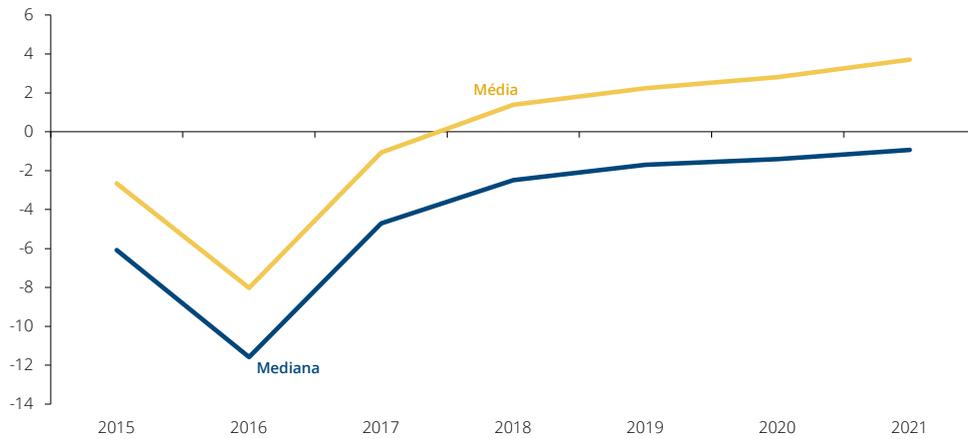


Fontes: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), Eurostat e cálculos dos autores. | Nota: o *gap* de alavancagem é definido como a diferença entre o rácio de alavancagem das empresas e o rácio expectável. Este rácio é calculado por recurso à estimação da equação (1) para o conjunto de empresas com informação disponível na iBACH, excluindo as empresas portuguesas. Um *gap* positivo significa que a empresa tem maior alavancagem do que o sugerido pelas suas características.

O *gap* de alavancagem médio e mediano tem-se situado próximo de zero nos últimos anos (Gráfico 7). Em 2016 observou-se uma diminuição temporária do *gap*. Desde então, os seus valores médios e medianos têm-se posicionado próximos de zero, sugerindo um maior alinhamento entre os rácios de alavancagem observados e os estimados com base nas características das empresas e nas condições macroeconómicas e financeiras. Assim, apesar da desalavancagem significativa das empresas portuguesas, tal parece corresponder a uma convergência para valores mais próximos dos expectáveis, dadas as suas características. Os valores mais negativos observados para o *gap* no início do período em análise poderão refletir maiores restrições no acesso a financiamento num período de recuperação imediatamente posterior ao da crise da dívida soberana.

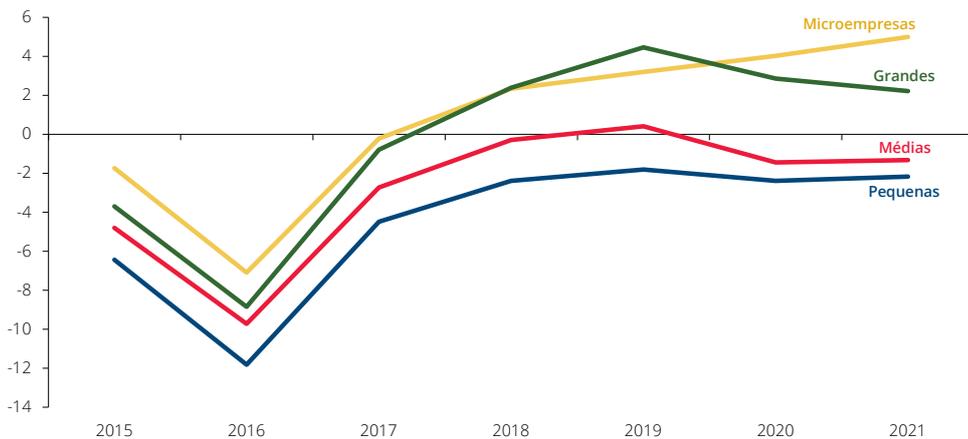
Os *gaps* de alavancagem das empresas de diferentes classes de dimensão apresentaram uma trajetória diferenciada nos últimos anos (Gráfico 8). As microempresas distinguem-se das restantes, tendo aumentado o seu *gap* desde 2016. Para os restantes grupos de empresas, o *gap* diminuiu em 2020 e 2021. Em 2021, último ano para o qual é possível calcular o *gap*, as microempresas registavam um *gap* médio de 5 pp. No entanto, dada a elevada dispersão neste grupo de empresas, o *gap* mediano era de -0,3 pp. Estes resultados sugerem que existem algumas microempresas com rácios de alavancagem muito superiores ao expectável, ainda que tal não reflita a situação da generalidade das microempresas. Em 2021, as pequenas e médias empresas registavam rácios de alavancagem inferiores ao expectável (-2,2 e -1,3 pp, respetivamente). Por seu turno, as empresas grandes apresentavam rácios de alavancagem ligeiramente superiores ao expectável (2,2 pp). No seu conjunto, esta análise sugere que não existem desalinhamentos significativos face ao expectável com base nas características das empresas.

Gráfico 7 • Gap de alavancagem das empresas portuguesas, por ano | Em pontos percentuais



Fontes: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), Eurostat e cálculos dos autores. | Nota: o *gap* de alavancagem é definido como a diferença entre o rácio de alavancagem das empresas e o rácio expectável. Este rácio é calculado por recurso à estimação da equação (1) para o conjunto de empresas com informação disponível na iBACH, excluindo as empresas portuguesas. Um *gap* positivo significa que a empresa tem maior alavancagem do que o sugerido pelas suas características.

Gráfico 8 • Gap de alavancagem médio das empresas portuguesas, por dimensão e ano | Em pontos percentuais



Fontes: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), Eurostat e cálculos dos autores. | Nota: o *gap* de alavancagem é definido como a diferença entre o rácio de alavancagem das empresas e o rácio expectável. Este rácio é calculado por recurso à estimação da equação (1) para o conjunto de empresas com informação disponível na iBACH, excluindo as empresas portuguesas. Um *gap* positivo significa que a empresa tem maior alavancagem do que o sugerido pelas suas características.

O gap de alavancagem varia de forma muito significativa entre setores de atividade (Quadro 1).

Os *gaps* positivos mais elevados são observados em empresas de atividades imobiliárias, de educação, atividades artísticas e de saúde. Nestes setores parece existir um endividamento excessivo das empresas, face às suas características. Em contrapartida, o *gap* é particularmente negativo para as empresas de eletricidade, atividades de informação e comunicação, transportes e construção. Cruzando a informação entre setor e dimensão, os valores mais negativos são observados para as grandes empresas de educação, para as micro e pequenas empresas de eletricidade, para as empresas médias de distribuição de água, para as pequenas empresas de construção e para as empresas pequenas e médias de alojamento e restauração. A maior alavancagem face

ao expectável é observada para as grandes empresas de eletricidade (contrastando com as micro e pequenas empresas deste setor), de atividades imobiliárias (em quase todas as classes de dimensão) e para as grandes empresas de saúde.

Quadro 1 • Gap de alavancagem médio das empresas portuguesas (2015-2021), por setor e dimensão | Em pontos percentuais

	Microempresas	Pequenas	Médias	Grandes	Total
Agricultura	4,88	-2,71	-0,67	7,90	3,81
Indústrias extrativas	6,01	-3,28	4,10	4,83	2,43
Indústrias transformadoras	0,91	-2,65	-4,12	-5,72	-0,78
Electricidade, gás e água	-7,68	-7,12	0,88	12,78	-4,84
Distribuição de água	-0,57	-4,40	-8,69	-6,31	-3,15
Construção	-2,24	-7,51	-4,83	1,81	-3,39
Comércio por grosso e a retalho	1,49	-6,39	-4,06	0,31	0,20
Transportes e armazenagem	-3,64	-4,66	-0,24	2,11	-3,65
Alojamento e restauração	3,23	-7,94	-8,53	-5,79	0,56
Atividades de informação e de comunicação	-5,13	-2,09	1,89	4,61	-4,27
Atividades imobiliárias	8,61	1,74	7,60	27,69	8,19
Atividades de consultoria, científicas e técnicas	-1,45	-1,24	3,51	9,85	-1,35
Atividades administrativas	-1,41	-1,27	2,98	4,57	-1,03
Educação	7,34	6,01	2,94	-15,01	6,73
Atividades de saúde humana	5,41	0,41	4,69	16,96	4,93
Atividades artísticas e recreativas	6,72	0,77	2,25	-0,05	6,00
Outros serviços	2,47	-3,67	-4,50	4,80	1,88
Total	1,18	-4,31	-2,66	0,16	0,11

Fontes: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), Eurostat e cálculos dos autores. | Nota: o *gap* de alavancagem é definido como a diferença entre o rácio de alavancagem das empresas e o rácio expectável. Este rácio é calculado por recurso à estimação da equação (1) para o conjunto de empresas com informação disponível na iBACH, excluindo as empresas portuguesas. Um *gap* positivo significa que a empresa tem maior alavancagem do que o sugerido pelas suas características.

Fatores de procura e oferta na desalavancagem das empresas portuguesas

A evolução observada do financiamento das empresas resulta do equilíbrio entre oferta e procura de crédito, bem como das decisões das empresas relativas aos seus capitais próprios e acumulação/distribuição de resultados. Apesar da política monetária excepcionalmente acomodatória, é possível que tenham existido restrições do lado da oferta de crédito no seguimento da crise financeira e da crise das dívidas soberanas na área do euro. Depois das perdas acumuladas durante as crises que caracterizaram o início da década anterior, é possível que os bancos se tenham tornado mais conservadores nas suas políticas de concessão de crédito. A regulação e a supervisão financeira, que foram profundamente revistas na sequência destas crises, poderão ter contribuído no mesmo sentido. Para além disso, num contexto de fortes valorizações nos mercados imobiliários em Portugal e noutros países europeus, ocorreram movimentos de recomposição de carteira de crédito em favor das famílias. Por seu turno, existem fatores que podem estar a condicionar a procura de crédito. Durante a crise financeira, as empresas portuguesas mais endividadas encontraram-se numa situação mais vulnerável, tendo sido forçadas a ajustamentos abruptos e onerosos. O excesso de endividamento contribuiu para a falência de algumas empresas. É pois expectável que possa ter ocorrido alguma diminuição do apetite por dívida. Para além disso, a economia mudou e o peso dos serviços aumentou. As necessidades de financiamento

de uma empresa da indústria transformadora são diferentes das de uma empresa de serviços. Neste ponto concreto, existem fatores de procura e de oferta que interagem, na medida em que empresas com menos ativos tangíveis têm menos colateral disponível para dar como garantia de financiamento. Por fim, em Portugal, o enquadramento fiscal pode ter também diminuído a apetência por dívida, em favor de um reforço dos capitais próprios das empresas.

A identificação precisa dos contributos de cada um destes fatores vai para além do que seria viável neste texto, mas lança as bases para uma agenda de investigação relevante para a compreensão do financiamento da atividade económica em Portugal.

Principais conclusões

As empresas portuguesas diminuíram a sua alavancagem ao longo da última década. Apesar de esta tendência ter sido comum à generalidade das empresas europeias, o esforço de redução da dívida em Portugal foi mais expressivo, contribuindo para que as empresas portuguesas se afastassem do grupo das mais endividadas da área do euro. O esforço de desalavancagem resultou sobretudo do reforço dos capitais próprios. Não obstante, o rácio de alavancagem das empresas portuguesas, quando ponderado pelo ativo, continua a ser 7.6 pp superior aos 41% observados na área do euro.

A evidência apresentada neste Tema em destaque sugere que a alavancagem é superior em Portugal devido a diferenças nas características das empresas. Através de uma metodologia de estimação de rácios de alavancagem expectáveis, conclui-se que as empresas portuguesas têm rácios de alavancagem em linha com o que seria expectável dadas as suas características. Em termos médios, as empresas encontram-se alinhadas com o expectável. Na mediana, as empresas portuguesas têm até rácios de alavancagem inferiores ao expectável. No entanto, a análise evidencia uma heterogeneidade significativa entre setores de atividade e entre empresas de menor dimensão.

Referências

- Antão, P. and Bonfim, D. (2012). The Dynamics of Capital Structure Decisions, *Banco de Portugal Working Paper* 2016-06.
- Flannery, M., and Rangan, K. (2006). Partial Adjustment Toward Target Capital Structures, *Journal of Financial Economics*, 79, 469-506.
- Graham, J., and Leary, M. A. (2011). Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 3:309-345.
- Huang, R. and Ritter, J. (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 237-271.
- Leary, M. and Roberts, M. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structures?, *Journal of Finance*, 60, 2137-2170.
- Lemmon, M., Roberts, M. and Zender, J. (2008). Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, 63, 1575-1608.
- Strebulaev, I. (2007). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say?, *Journal of Finance*, 62, 1747-1787.

Anexo | Quadros

Quadro A1 • Número de observações por país e ano

Ano	Bélgica	Espanha	França	Itália	Portugal	Eslováquia	Total
2000	57 919	-	-	-	-	-	57 919
2001	60 955	-	-	-	-	-	60 955
2002	63 308	-	-	-	-	-	63 308
2003	70 051	-	60 691	-	5554	-	246 296
2004	74 777	-	66 363	-	6193	-	257 333
2005	80 114	-	70 829	-	4153	-	265 096
2006	84 486	-	78 324	226 817	239 645	-	729 272
2007	88 759	-	190 898	253 286	257 369	-	790 312
2008	90 936	331 413	196 243	275 019	257 124	-	1 150 735
2009	95 444	416 597	194 253	292 492	252 886	-	1 251 672
2010	96 880	421 936	200 577	311 810	265 632	-	1 296 835
2011	104 594	424 299	210 792	333 731	263 136	-	1 336 552
2012	106 917	421 822	212 780	351 198	253 738	-	1 346 455
2013	110 407	429 353	206 939	371 154	251 058	-	1 368 911
2014	113 268	452 654	210 146	383 796	249 122	-	1 408 986
2015	114 874	456 263	213 712	395 997	254 930	-	1 435 776
2016	118 428	466 484	219 377	417 555	260 886	-	1 482 730
2017	117 403	456 481	224 472	475 164	271 730	-	1 545 250
2018	112 882	472 046	227 506	505 788	282 033	36 697	1 636 952
2019	110 723	472 913	231 991	528 284	313 676	37 036	1 694 623
2020	108 566	450 650	262 426	543 728	318 844	36 903	1 721 117
2021	82 256	437 223	270 847	555 378	325 045	37 649	1 708 398
2022	31 386	-	-	-	-	-	31 386
Total	2 095 333	6 110 134	3 949 166	6 221 197	4 362 754	148 285	22 886 869

Fontes: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices).

Quadro A2 • Composição setorial das empresas por país, entre 2015 e 2021 em proporção do total de ativos | Em percentagem

	Bélgica	Espanha	França	Itália	Portugal	Eslováquia
Agricultura	0%	1%	1%	1%	2%	4%
Indústrias extrativas	1%	0%	0%	4%	0%	1%
Indústrias transformadoras	32%	16%	13%	35%	17%	26%
Electricidade, gás e água	8%	10%	1%	7%	10%	4%
Distribuição de água	3%	2%	1%	2%	2%	5%
Construção	4%	6%	5%	6%	7%	5%
Comércio por grosso e a retalho	19%	13%	19%	17%	17%	18%
Transportes e armazenagem	4%	8%	3%	12%	6%	8%
Alojamento e restauração	1%	2%	2%	2%	4%	2%
Atividades de informação e de comunicação	4%	4%	5%	7%	4%	3%
Atividades imobiliárias	4%	7%	8%	0%	6%	9%
Atividades de consultoria, científicas e técnicas	16%	26%	35%	3%	17%	7%
Atividades administrativas	3%	2%	4%	3%	3%	4%
Educação	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Atividades de saúde humana	1%	1%	1%	0%	2%	2%
Atividades artísticas e recreativas	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Outros serviços	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices).

Quadro A3 • Resultados da estimação da equação 1

EBITDA	0.01*** (0.00)
Crescimento vendas	0.02*** (0.00)
Ativos tangíveis	-0.03*** (0.00)
Log ativo	-0.01*** (0.00)
Rácio corrente	-0.02*** (0.00)
Diferencial taxas de rendibilidade	0.04*** (0.00)
Crescimento do PIB	-0.003*** (0.00)
Observações	11 400 432
R2 ajustado	0,19

Fontes: iBACH (micro Bank of Account of Companies Harmonised), ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices) e cálculos dos autores. | Nota: o quadro apresenta os resultados da estimação da equação 1 para todas as empresas. São excluídas as empresas portuguesas. A variável dependente é o rácio de alavancagem. Desvios padrão (entre parênteses) ajustados por empresa (*clustered*). Todas as características das empresas são desfasadas por um ano. O EBITDA refere-se aos resultados antes de juros, impostos e depreciações, em percentagem do ativo. Os ativos tangíveis são considerados como percentagem do ativo. O rácio corrente é definido como ativos correntes sobre passivos correntes. O diferencial de taxas de rendibilidade é a diferença entre a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro a 10 anos de cada país e a da Alemanha. São incluídos efeitos fixos por setor de atividade e ano.

III Políticas em análise

Caraterização e efeitos redistributivos
do IRS em Portugal

Caraterização e efeitos redistributivos do IRS em Portugal¹

O imposto sobre o rendimento das famílias é uma peça fundamental nos sistemas fiscais modernos. Para além de ser uma fonte importante de receitas orçamentais, é também um instrumento privilegiado para reduzir a desigualdade na distribuição do rendimento. Assim, compreender o seu funcionamento e analisar as suas repercussões é crucial para formular políticas informadas que, respeitando as restrições orçamentais, contribuam em simultâneo para o crescimento económico e o bem-estar social.

Este Políticas em análise incidirá sobre o imposto sobre o rendimento das famílias (IRS) em Portugal, focando o seu funcionamento, evolução e principais alterações legislativas. Adicionalmente, será utilizado um modelo de microsimulação para avaliar a progressividade do imposto e a sua incidência sobre agregados com diferentes rendimentos.

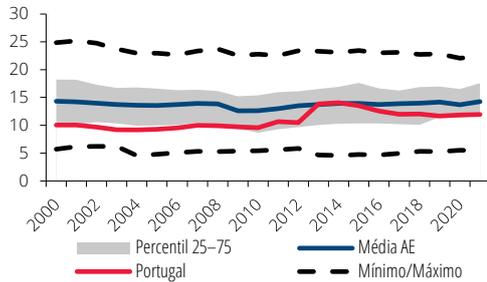


A taxa média efetiva de IRS em Portugal é baixa, apesar de a taxa máxima ser uma das mais elevadas na área do euro.

A comparação da incidência do IRS nos diferentes países deve ser feita a partir das taxas médias efetivas de imposto. As taxas máximas, que geralmente estão mais facilmente acessíveis, têm pouco valor informativo e as taxas marginais não refletem a distribuição do rendimento. O cálculo da taxa média efetiva de IRS com base em dados macroeconómicos revela que, após um aumento expressivo em 2013, esta taxa se reduziu progressivamente desde 2015 (Gráfico 1). Desde 2000, Portugal tem-se situado quase sempre abaixo da média da área do euro, posicionando-se em 2021 nos 25% dos países com as taxas médias de IRS mais baixas. A taxa máxima em Portugal é uma das mais elevadas da área do euro (Gráfico 2), mas aplica-se a uma fração muito reduzida dos agregados familiares. No cálculo das taxas médias a partir de dados macroeconómicos é importante notar que os valores são muito sensíveis às componentes do rendimento disponível que se incluem no denominador, não sendo possível, a partir dos dados agregados, encontrar uma base para o imposto que reflita a diversidade entre países e as especificidades do seu cálculo.

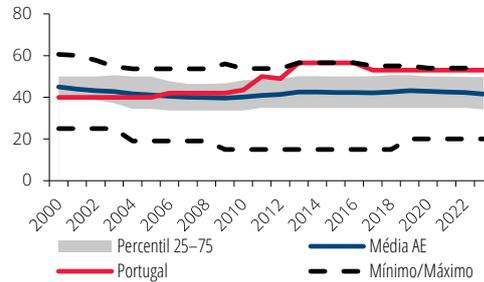
1. Preparado por Cláudia Braz, Sara Riscado, Sharmin Sazedj e Lara Wemans.

Gráfico 1 • Taxa média de IRS em Portugal e na área do euro | Em percentagem da massa salarial e das prestações sociais (dados macro)



Fonte: Eurostat. | Notas: A média da área do euro é uma média simples dos países. Os dados para Malta não estão disponíveis. A taxa média de IRS com base em dados macro é calculada considerando como denominador a massa salarial (D.11) e as prestações sociais em dinheiro recebidas pelas famílias (D.62).

Gráfico 2 • Taxa estatutária máxima de IRS em Portugal e na área do euro | Em percentagem



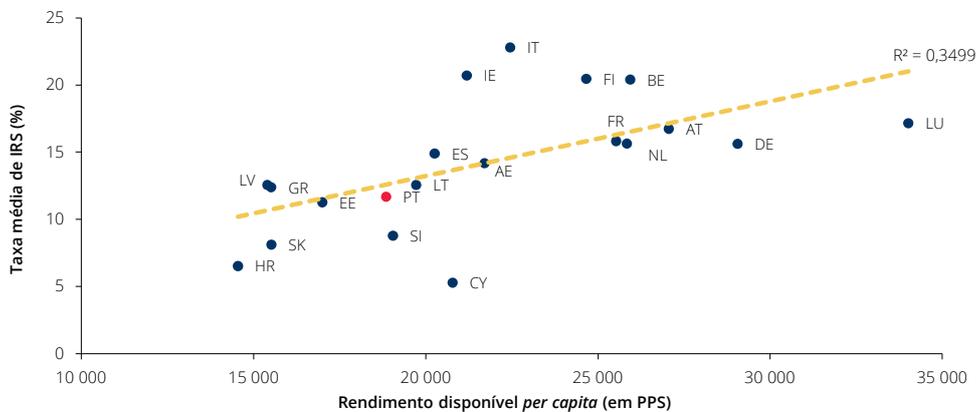
Fonte: Comissão Europeia. | Notas: A média da área do euro é uma média simples dos países. Os valores para Portugal incluem a sobretaxa e as taxas adicionais de solidariedade.



Na área do euro, um rendimento disponível *per capita* mais baixo está associado a uma taxa média de imposto mais reduzida.

Existem diversas razões que explicam uma relação positiva entre a taxa média do imposto sobre o rendimento das famílias e o rendimento disponível *per capita* de um país. Em países com rendimentos médios inferiores, a base tributária, predominantemente constituída por indivíduos com rendimentos mais baixos, contribui para uma taxa média de imposto inferior dado estes estarem sujeitos a taxas marginais mais baixas, ou mesmo isentos, por considerações de bem-estar social. Esta relação positiva entre a taxa média do imposto e o rendimento disponível *per capita* é observada na área do euro (Gráfico 3) e Portugal encontra-se próximo da relação média.

Gráfico 3 • Relação entre a taxa média de IRS e o rendimento disponível *per capita* em Portugal e na área do euro (2019)



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A média da área do euro é uma média simples dos países. Os dados para Malta não estão disponíveis. A taxa média de IRS com base em dados macro é calculada considerando como denominador a massa salarial (D.11) e as prestações sociais em dinheiro recebidas pelas famílias (D.62).



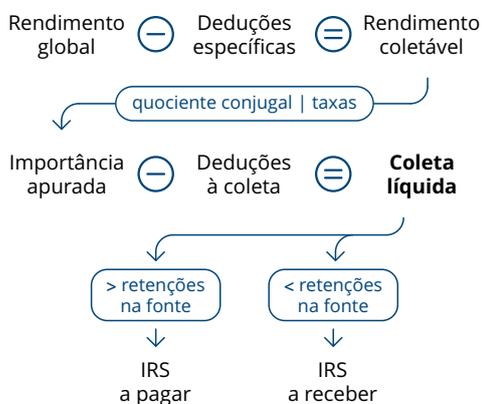
Comparativamente a 2000, o peso do IRS no PIB e no total da receita pública aumentou.

De forma simplificada, o IRS em Portugal é calculado sobre o rendimento coletável, que corresponde ao rendimento menos as deduções específicas (Figura 1). Sobre este rendimento coletável é aplicado o quociente conjugal e o valor do imposto é apurado com as taxas em vigor para cada fração de rendimento, a que posteriormente se retiram as deduções à coleta. Nem todos os rendimentos são sujeitos a este esquema de tributação. Por exemplo, no caso dos rendimentos de capital pode optar-se pela tributação com taxas liberatórias.

Entre 2000 e 2022, a receita de IRS em rácio do PIB em Portugal aumentou 1,7 pp (Gráfico 4). O crescimento da receita de IRS foi mais rápido do que o do rendimento de salários e prestações sociais, resultando no aumento da taxa média deste imposto. Esta evolução pode ser atribuída a modificações na legislação tributária, com um impacto estimado de 1,3 pp, e a outros fatores, incluindo o efeito combinado da progressividade e das alterações na estrutura salarial da economia, e melhorias administrativas da eficácia na arrecadação da receita. Neste período, o IRS aumentou também o seu peso na receita pública total, posicionando-se como o segundo imposto mais relevante, muito próximo do IVA.

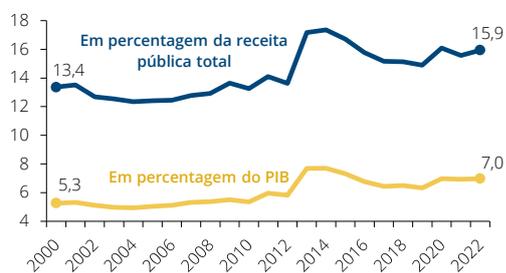
As alterações legislativas às quais o imposto foi sujeito desde 2000 foram numerosas. Durante o Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) verificou-se um agravamento da tributação em sede de IRS: a taxa máxima do imposto passou para 46,5% em 2011, o que compara com 40% até 2005 e 42% entre 2006 e 2010, e, em 2013, aumentou para 48%. Em 2011 e entre 2013 e 2016 esteve em vigor uma sobretaxa de 3,5%. Desde 2012, está em vigor uma taxa adicional de solidariedade para os rendimentos mais elevados, com uma taxa de 2,5% nesse ano, sendo acrescentado um novo escalão de 5% em 2013. Registaram-se, também, diversas alterações no número de escalões, com uma redução de 8 para 5 em 2013, um aumento para 7 em 2018 e 9 em 2022. Adicionalmente, foi realizada a convergência da tributação das pensões para os rendimentos do trabalho e introduzidas limitações aos benefícios e deduções fiscais, em particular para os contribuintes com rendimentos mais elevados.

Figura 1 • O funcionamento do IRS em Portugal



Fonte: Sistematização do Banco de Portugal.

Gráfico 4 • Receita de IRS



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.



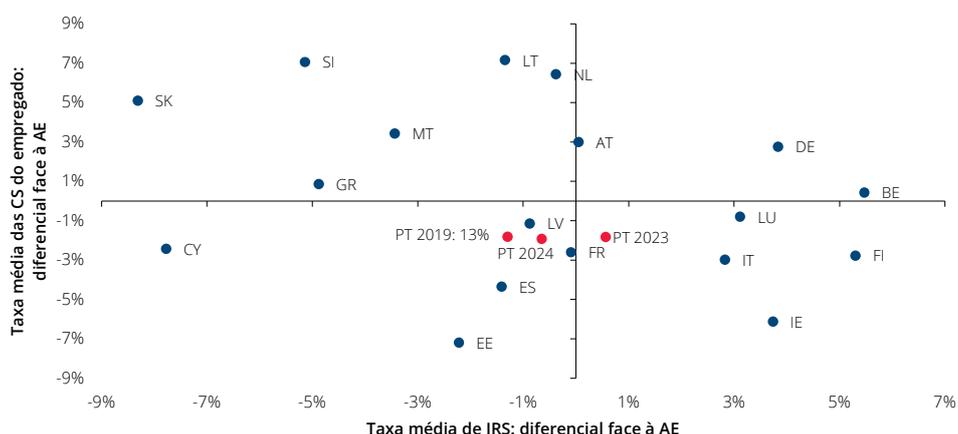
A taxa média de IRS situa-se próxima da média da área do euro, embora apresente uma variabilidade maior em função dos rendimentos.

A análise seguinte utiliza o modelo EUROMOD, que com dados microeconómicos permite simular impostos diretos, contribuições e prestações sociais de acordo com as regras de impostos e benefícios em vigor em cada um dos Estados-Membros. A informação microeconómica é proveniente do inquérito EU-SILC (*European Union Statistics on Income and Living Conditions*) disponibilizado pelo Eurostat.

Em 2019, a taxa média de IRS em Portugal, baseada no imposto e no rendimento bruto simulados pelo EUROMOD, situou-se em 13%, um valor próximo mas inferior à média da área do euro (Gráfico 5). É comum incluir-se a componente de contribuições sociais a cargo dos trabalhadores numa medida da tributação efetiva sobre o rendimento do trabalho. Esta opção não altera a posição relativa de Portugal. De notar, no entanto, que as contribuições sociais têm uma natureza diferente do IRS, por estarem associadas a benefícios no futuro.

Para 2023, estima-se um aumento da taxa média de IRS face a 2019, dado o crescimento forte dos rendimentos nominais num contexto de inflação elevada. Com efeito, o impacto da progressividade do imposto na receita mais do que compensa o impacto das alterações legislativas que foram introduzidas durante este período, incluindo a reforma do mínimo de existência, o desdobramento e a atualização dos escalões e a redução de taxas marginais. Quanto a 2024, as alterações ao IRS previstas no OE2024 deverão resultar numa redução da taxa média em torno de 1 pp.

Gráfico 5 • Taxas médias de IRS e das contribuições sociais pagas pelos trabalhadores: diferenças face à área do euro (2019) | Em percentagem do rendimento bruto (dados micro)



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base nas simulações do EUROMOD e dados do EU-SILC. | Notas: A média da área do euro é uma média simples dos países. A taxa média de IRS (contribuições sociais) é calculada como o rácio entre o imposto simulado (contribuições sociais simuladas) e o rendimento disponível simulado antes de IRS e contribuições sociais.

Uma simulação da taxa de imposto em 2019 para um indivíduo solteiro e sem filhos, que aufera apenas rendimentos do trabalho, permite ilustrar a variabilidade da tributação em função dos rendimentos. Um trabalhador que recebe metade do salário médio não paga IRS em Portugal,

o que compara com uma taxa de 4% na área do euro (Quadro 1). Da mesma forma, um trabalhador que recebe o salário médio em Portugal paga uma taxa de IRS de 10%, abaixo dos 14% verificados na área do euro. As taxas são semelhantes para indivíduos que recebem duas vezes e meia o salário médio (25%), sendo a partir deste limiar superiores em Portugal. As taxas para um indivíduo que receba 5 vezes o salário médio são de 33%, em Portugal, e 31%, na área do euro.

Quadro 1 • Taxas de IRS para um indivíduo solteiro sem dependentes por nível de salário (2019)

Múltiplos do salário médio	Portugal	Área do euro
0,5	0%	4%
1	10%	14%
2,5	25%	25%
5	33%	31%
15	41%	38%

Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base nas simulações do EUROMOD e dados do EU-SILC. | Notas: A média da área do euro é uma média simples dos países. Estas simulações foram realizadas utilizando a *hypothetical household tool* do EUROMOD (descrita em Hufkens et al. (2019), "The Hypothetical Household Tool (HHoT) in EUROMOD: a new instrument for comparative research on tax-benefit policies in Europe."). Em Portugal, o salário médio em 2019 situou-se em 1270 euros por mês.

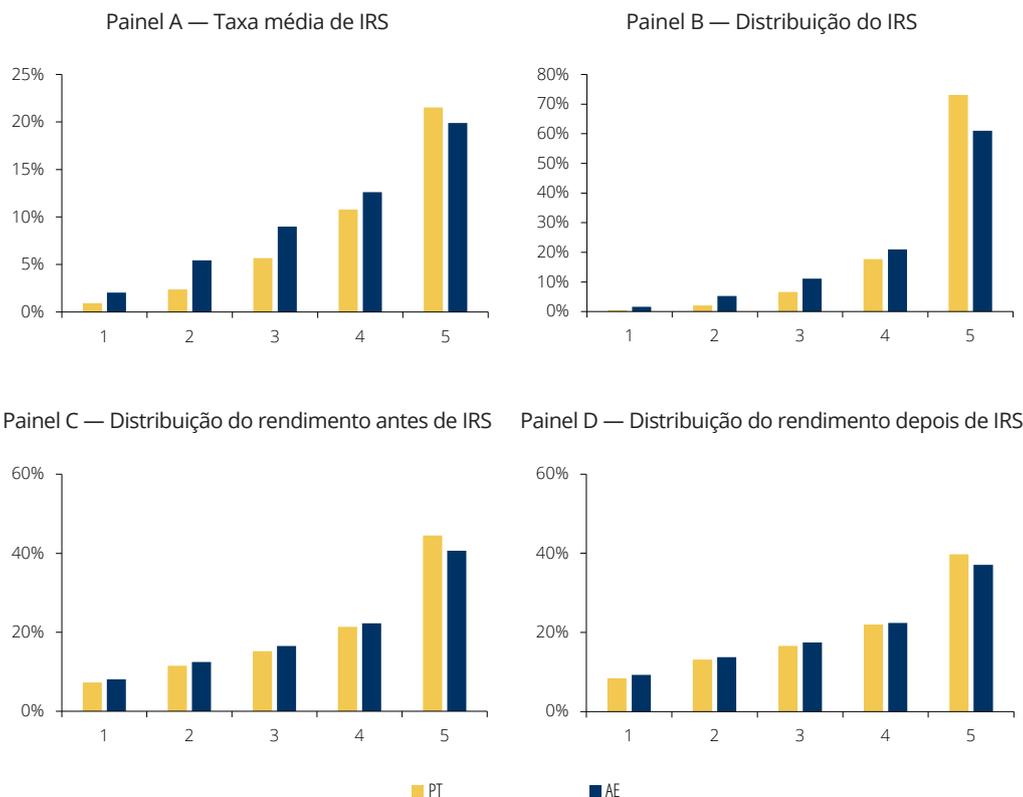


Em Portugal, os 20% de agregados familiares com maiores rendimentos acumulam quase metade do rendimento antes de IRS e suportam 70% deste imposto.

A conjugação da isenção de imposto para rendimentos baixos e taxas de imposto progressivas com a desigualdade na distribuição do rendimento levam a que a receita de IRS esteja muito concentrada nas famílias com maiores recursos.

Em Portugal, a taxa média de IRS é inferior a 6% nos primeiros três quintis de rendimento disponível por adulto equivalente (até 12,656 euros anuais) e apenas assume um valor superior a 20% no último quintil (mais de 17,253 euros anuais), ilustrando a progressividade do imposto (Gráfico 6). É também este o único quintil que tem uma taxa média superior à da área do euro (22% e 20%, respetivamente). Estes agregados detêm uma fração do rendimento antes do IRS de 45% em Portugal, superior aos 41% verificados na área do euro, e suportam 70% do IRS.

Gráfico 6 • Distribuição do IRS por quintil de rendimento



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base nas simulações do EUROMOD e dados do EU-SILC. | Notas: A média da área do euro é uma média simples dos países. A taxa média de IRS é calculada como o rácio entre o imposto e o rendimento disponível antes de IRS e contribuições sociais. Os agregados são distribuídos pelos quintis tendo em consideração o seu rendimento disponível por adulto equivalente. O cálculo do rendimento disponível por adulto equivalente utiliza a escala modificada da OCDE em que o primeiro adulto tem o peso de 1, membros adicionais do agregado com 14 ou mais anos pesam 0,5 e as crianças até aos 14 anos 0,3.

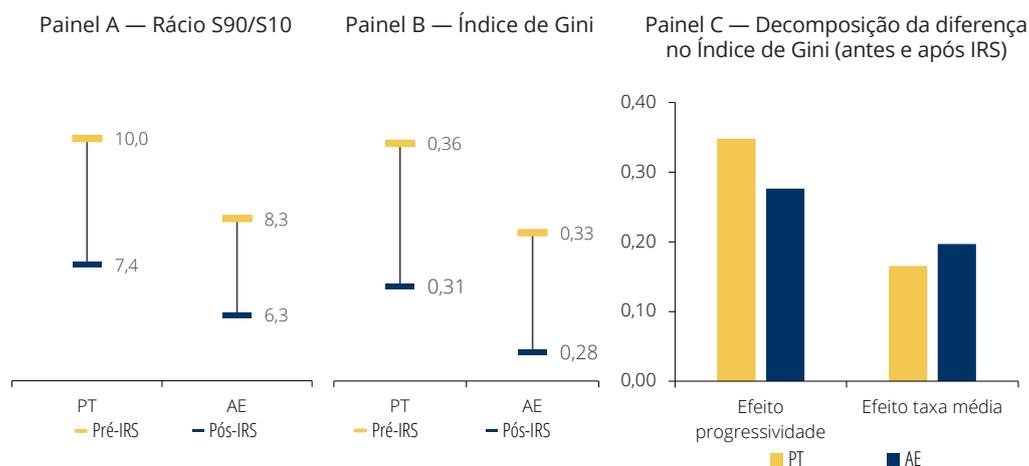


Embora o IRS seja mais progressivo em Portugal, não é suficiente para eliminar a maior desigualdade no rendimento.

Existem vários indicadores para medir a desigualdade na distribuição do rendimento, sendo o índice de Gini e o rácio S90/S10 dos mais comuns. Em Portugal, a desigualdade do rendimento é superior à média da área do euro de acordo com ambos os indicadores, tanto antes como após impostos (Gráficos 7A e 7B). Os 10% de agregados com maiores recursos dispõem, antes de imposto, de um rendimento 10 vezes superior ao dos 10% que ganham menos e a aplicação do imposto permite baixar este rácio para 7,4 vezes.

A diferença entre o índice de Gini antes e após imposto — uma medida mais abrangente da capacidade redistributiva — é semelhante em Portugal e na área do euro, o que decorre da maior progressividade deste imposto ser compensada por uma taxa média mais baixa em Portugal (Gráfico 7C).

Gráfico 7 • O efeito redistributivo do IRS



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal com base nas simulações do EUROMOD e dados do EU-SILC. | Notas: A média da área do euro é uma média simples dos países. Estes indicadores podem diferir dos estimados diretamente com dados do EU-SILC, na medida em que são calculados com base nos impostos e prestações sociais simulados através do EUROMOD e não nos valores reportados pelos agregados familiares. O índice de Gini mede o desvio entre a distribuição de rendimento de uma população face a uma distribuição perfeitamente igualitária, variando entre 0 (situação em que todos possuem o mesmo rendimento) e 1 (situação em que um indivíduo acumula todo rendimento da população). O efeito progressividade é obtido através do índice de Kakwani que resulta da diferença entre o grau de concentração do imposto e o índice de Gini pré-IRS, enquanto o efeito taxa média se obtém do rácio entre o imposto e o rendimento depois de imposto. A diferença entre o Gini antes e depois de IRS resulta do produto entre o efeito progressividade e o efeito taxa média (excluindo efeitos de reordenamento dos indivíduos, que são normalmente negligenciáveis).



As políticas de redução do IRS exigem a conciliação da restrição orçamental pública com os objetivos de crescimento económico e bem-estar social.

Portugal mantém uma das taxas médias efetivas mais baixas da área do euro, nomeadamente devido à nula ou muito baixa tributação dos baixos rendimentos. Este imposto tem um impacto semelhante na redução da desigualdade em Portugal e na área do euro, encontrando-se muito concentrado no último quintil do rendimento. Apesar da capacidade redistributiva ser próxima, verifica-se em Portugal um maior impacto da progressividade do imposto, que compensa o facto de a taxa média ser ligeiramente inferior.

O período do PAEF assistiu a um aumento das taxas de IRS, a que se seguiram vários anos de redução (incluindo a eliminação da sobretaxa, o desdobramento dos escalões, o aumento do mínimo de existência e a alteração das deduções por filhos). A continuação deste tipo de medidas exige uma abordagem prudente. Pela sua estrutura e funcionamento, o IRS é um imposto complexo. Adicionalmente, é apenas um dos diversos instrumentos utilizados na política redistributiva. O papel desempenhado pelas prestações sociais é também muito importante nesta perspetiva, pelo que se impõe uma abordagem abrangente. Além disso, como o IRS é uma das principais fontes de receita das administrações públicas, qualquer alteração deve ser conciliada com o espaço orçamental existente, tendo em conta a componente cíclica do saldo e uma perspetiva estrutural de médio-prazo.

