

BOLETIM ECONÓMICO

DEZ. 2022



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

DEZEMBRO 2022



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2022 • www.bportugal.pt

Índice

- I Projeções para a economia portuguesa: 2022-25 | 5
 - 1 Introdução | 7
 - 2 Enquadramento e políticas | 10
 - 3 A economia portuguesa em 2022-25 | 12
 - 4 Riscos | 17
 - 5 Conclusões | 18
 - Caixa 1 • Evolução recente da economia portuguesa à luz de um relógio circular | 19
 - Caixa 2 • Um cenário adverso para a economia portuguesa | 20
 - Caixa 3 • O impacto redistributivo de medidas recentes de apoio ao rendimento das famílias | 23
 - Caixa 4 • Efeito da inflação e da subida das taxas de juro sobre a situação financeira das famílias | 26
 - Caixa 5 • Uma caracterização das empresas beneficiárias do PRR | 33
 - Caixa 6 • Aumento dos efeitos de contágio entre as componentes do IHPC | 36

- II Tema em destaque | 39
 - Sobre a análise de políticas públicas no Banco de Portugal | 41



I Projeções para a economia portuguesa: 2022-25

Caixa 1 Evolução recente da economia portuguesa à luz de um relógio circular

Caixa 2 Um cenário adverso para a economia portuguesa

Caixa 3 O impacto redistributivo de medidas recentes de apoio ao rendimento das famílias

Caixa 4 Efeito da inflação e da subida das taxas de juro sobre a situação financeira das famílias

Caixa 5 Uma caracterização das empresas beneficiárias do PRR

Caixa 6 Aumento dos efeitos de contágio entre as componentes do IHPC

1 Introdução

A economia portuguesa deverá crescer 1,5% em 2023, após 6,8% em 2022, expandindo-se a um ritmo próximo de 2% em 2024 e 2025. A inflação atinge 8,1% em 2022, reduzindo-se gradualmente para 5,8% em 2023, 3,3% em 2024 e 2,1% em 2025 (Quadro I.1.1). Face às projeções de junho, o crescimento do PIB é revisto em alta em 2022 e em baixa em 2023, enquanto a inflação e a taxa de desemprego são mais elevadas em todo o horizonte. A recuperação económica iniciada a partir do segundo trimestre de 2020 tem sido mais forte e rápida do que o projetado, incluindo o emprego. Em 2025, a atividade económica e o emprego situam-se, respetivamente, 1,1% e 1,7% acima da trajetória projetada no final de 2019.

A inflação elevada tem impacto negativo sobre a atividade e o rendimento, sobretudo para as famílias de menores recursos. A subida acentuada da inflação na área do euro e a sua persistência levaram o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) a iniciar um processo de normalização da política monetária. Os aumentos das taxas de juro de política têm-se repercutido no custo de financiamento das empresas e famílias, o que contribui para conter as pressões inflacionistas. A diminuição da inflação é essencial para a recuperação do poder de compra das famílias e para suportar uma retoma da atividade em contexto de menor incerteza. A perda de termos de troca induzida pela subida dos preços de importação das matérias-primas energéticas constitui uma perda de rendimento real da economia que deve ser assumida e partilhada por todos os agentes. É importante que os aumentos de salários e margens de lucro sejam consistentes com um quadro de estabilidade de preços, contribuindo para evitar pressões inflacionistas e preservar a competitividade externa. Assim, à política monetária é necessário juntar o esforço dos restantes setores institucionais — administrações públicas, empresas e famílias — para que o processo inflacionista seja invertido e limitado no tempo. Neste contexto, um estímulo orçamental generalizado não seria desejável.

Em 2022, o défice orçamental diminuiu e situa-se abaixo da média da área do euro. A dívida pública em percentagem do PIB, embora elevada, manteve uma trajetória descendente. Projeta-se que esta evolução favorável prossiga nos próximos anos, devendo este rácio atingir valores inferiores a 100% no horizonte de projeção.

A atividade económica registou a partir do segundo trimestre de 2022 uma forte desaceleração, após o período de recuperação da crise pandémica (Gráfico I.1.1). Esta desaceleração é visível num conjunto alargado de indicadores (Caixa 1). A evolução recente da economia portuguesa tem sido condicionada pelos efeitos da agressão militar russa à Ucrânia, em particular o aumento da incerteza geopolítica e a crise energética na Europa, que contribuíram para exacerbar o aumento de custos e preços e para a deterioração da confiança dos agentes económicos.

Ainda assim, a evolução recente da atividade foi mais positiva do que o projetado em outubro — a taxa de variação em cadeia do PIB no terceiro trimestre foi superior em 0,3 pp — prolongando as surpresas em alta observadas ao longo do período de recuperação económica posterior ao segundo trimestre de 2020. Num contexto de inflação elevada e estagnação do rendimento disponível real, a resiliência do consumo é explicada pelo desempenho do mercado de trabalho — que se estima numa situação de pleno emprego —, pelo impacto das medidas públicas de apoio e pelo recurso às poupanças acumuladas durante a pandemia. O consumo privado nominal aumenta 12,8% em 2022, muito acima da variação do rendimento disponível (6,4%). Dessa forma, a taxa de poupança reduz-se para 4,4%. Sinalizando uma redução da almofada financeira acumulada durante a pandemia, a riqueza financeira líquida das famílias em percentagem do rendimento diminuiu. No segundo trimestre este rácio situou-se cerca de 8 pp abaixo do rácio do final de 2021, mas ainda 7,5 pp acima do rácio do quarto trimestre de 2019.

O crescimento da economia portuguesa reduz-se em 2023, após uma variação anual de 6,8% no ano anterior. O crescimento em 2022 reflete a melhoria acentuada da atividade ao longo de 2021 e a estimativa atual do INE para o PIB no primeiro trimestre de 2022. Para 2022, o efeito de arrastamento ou *carry-over* foi 3,9 pp, sendo mais reduzido para 2023 (0,6 pp).

O crescimento será contido no primeiro semestre de 2023, projetando-se uma moderação das despesas das famílias, algum adiamento dos planos de investimento das empresas e um abrandamento das exportações. Estes desenvolvimentos ocorrem num quadro de incerteza global acentuada, manutenção de preços de energia elevados, erosão do poder de compra, aperto das condições financeiras e enfraquecimento da procura externa. Os fatores que têm suportado o consumo privado deverão perder importância. Não só se estima que a margem de ajustamento resultante da riqueza acumulada durante a pandemia se reduza, como se projeta que o aumento da perceção do risco de alteração das condições do mercado de trabalho, ainda que sem materialização na presente projeção, condicione as decisões de consumo.

A partir da segunda metade de 2023, a atividade acelera, refletindo a expectativa de atenuação das tensões nos mercados energéticos, a recuperação gradual do rendimento real das famílias, a melhoria da procura externa e a normalização das cadeias de abastecimento globais. Uma maior absorção dos fundos europeus suporta também a atividade neste período.

A economia portuguesa cresceu acima da área do euro entre 2016 e 2019, mantendo esta tendência em média entre 2020 e 2025. Nas projeções do Eurosistema, o crescimento do PIB na área do euro situa-se em 3,4% em 2022 e reduz-se para 0,5% em 2023, recuperando para cerca de 1,9% em 2024-25. Recorde-se que o impacto da pandemia foi superior em Portugal, traduzindo-se numa queda do PIB mais marcada em 2020 (8,3% vs. 6,2%) e numa recuperação similar em 2021 (5,5% vs. 5,2%). O diferencial positivo de crescimento desde 2019 face à área do euro situa-se próximo de 3 pp e reflete diversos fatores estruturais e conjunturais.

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2022-2025 | Taxa de variação anual em percentagem (exceto onde indicado)

	Pesos 2021	BE dez. 2022					BE out. 2022		BE jun. 2022			
		2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2021	2022	2023	2024
			(p)	(p)	(p)	(p)	(p)	(p)	(p)	(p)	(p)	(p)
Produto Interno Bruto	100	5,5	6,8	1,5	2,0	1,9	5,5	6,7	4,9	6,3	2,6	2,0
Consumo privado	63,5	4,7	5,9	0,2	0,8	1,1	4,7	5,5	4,5	5,2	1,2	1,5
Consumo público	18,8	4,6	2,0	1,9	1,2	0,9	4,6	2,0	4,1	2,2	-0,9	-0,2
Formação bruta de capital fixo	20,3	8,7	1,3	2,9	5,4	4,3	8,7	0,8	6,4	5,0	7,6	5,0
Procura interna	103,0	5,6	4,3	0,9	1,8	1,7	5,6	4,0	5,0	4,8	2,1	1,9
Exportações	41,6	13,5	17,7	4,3	3,7	3,9	13,5	17,9	13,1	13,4	5,8	3,6
Importações	44,6	13,3	11,1	3,0	3,2	3,4	13,3	10,8	12,9	9,5	4,5	3,4
Emprego (número de indivíduos) ^(a)		1,9	2,3	0,0	0,2	0,1	1,9	2,3	2,1	1,7	0,4	0,2
Emprego (horas trabalhadas) ^(a)		3,1	3,2	3,8	1,9	0,1	3,1	5,1	4,5	5,8	2,0	0,2
Taxa de desemprego ^(b)		6,6	5,9	5,9	5,9	5,9	6,6	5,8	6,6	5,6	5,4	5,4
Balança corrente e de capital (% PIB)		0,6	-0,6	1,7	1,7	2,2	0,6	0,6	0,7	0,4	2,2	1,0
Balança de bens e serviços (% PIB)		-2,7	-2,2	-0,9	-0,3	0,1	-2,7	-1,9	-2,6	-3,5	-2,2	-1,7
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,9	8,1	5,8	3,3	2,1	0,9	7,8	0,9	5,9	2,7	2,0
Bens energéticos		7,5	24,3	3,6	3,6	0,0	7,5	24,5	7,5	18,8	4,5	0,0
Excluindo bens energéticos		0,4	6,7	6,0	3,3	2,3	0,4	6,4	0,4	4,8	2,5	2,2

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, pp – pontos percentuais, % – percentagem. Data de fecho de dados das projeções macroeconómicas: 28 de novembro. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) De acordo com o conceito de Contas Nacionais. (b) Em percentagem da população ativa.

Nos fatores estruturais destacam-se o aumento das qualificações da população, a redução da desigualdade, a diminuição do endividamento e o impacto destes fatores na atração do investimento. Todos estes fatores essenciais ao crescimento sustentado têm beneficiado a economia portuguesa. Portugal não apenas convergiu para a média da área do euro, como na escolaridade das gerações mais novas e no rácio de endividamento do setor privado apresenta já uma posição mais favorável do que o conjunto de países da área do euro. O impulso dado pelo dinamismo do setor dos serviços, em particular no turismo, beneficia da competitividade externa do setor, patente nos ganhos de quota de mercado registados nos últimos anos. Estes ganhos de quota têm sido extensíveis às exportações de bens, o que revela a resiliência do crescimento económico em Portugal.

Nos fatores conjunturais destaca-se o facto de a economia portuguesa ser menos afetada pela crise energética comparativamente a outros países da área do euro, dada a menor exposição aos fornecimentos da Rússia. O montante previsto de fundos da UE, com destaque para os financiamentos do PRR, sustenta uma evolução mais favorável do investimento em Portugal face à média da área do euro. Em contraste, dada a prevalência de empréstimos a taxas variáveis, a economia portuguesa está mais exposta ao impacto da subida rápida das taxas de juro. No entanto, esse efeito é mitigado pela redução do endividamento do setor privado desde 2011. As fragilidades observadas nos trimestres mais recentes na dinâmica do investimento contribuem para um menor crescimento na atividade económica nos próximos anos.

A inflação tem surpreendido em alta desde o final de 2021. Esta evolução reflete uma acumulação de choques globais e os efeitos de contágio dos preços internacionais dos bens energéticos e alimentares à generalidade das componentes do IHPC. Em 2022, a taxa de inflação deverá registar o valor mais elevado dos últimos 30 anos.

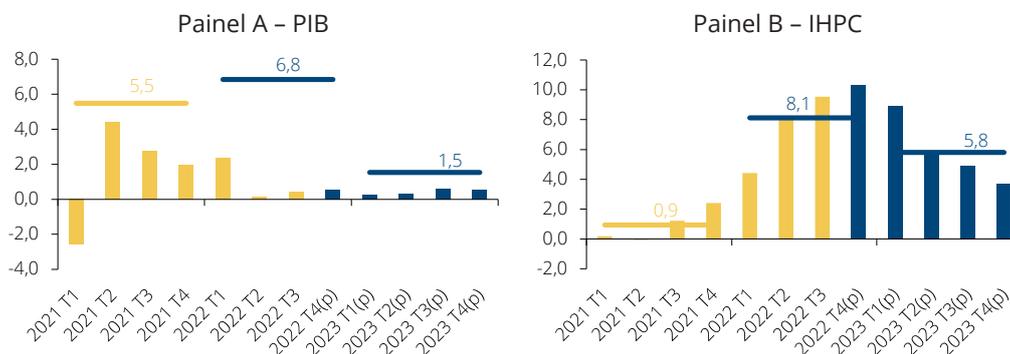
Em 2023, a inflação inicia uma trajetória de redução, atingindo em 2025 valores próximos do objetivo de médio-prazo do BCE. Esta diminuição resulta da redução do preço dos bens energéticos, alimentares e outras matérias-primas nos mercados internacionais, do restabelecimento das cadeias de abastecimento global e de menores pressões da procura em resultado de uma política monetária mais restritiva.

A materialização destes fatores na redução da inflação é essencial para a diminuição da incerteza nos próximos anos e para o aumento da confiança dos agentes no mercado. Uma desancoragem das expectativas para a inflação no médio-prazo, ou um funcionamento dos mercados de bens e serviços que não traduza o efeito destes fatores, levaria a inflação e o crescimento económico para trajetórias não compatíveis com a estabilização económica e mais próximas de cenários de estagflação. Este Boletim apresenta um cenário alternativo que considera a possibilidade de materialização destes riscos (Caixa 2).

A diminuição da inflação será gradual atendendo à abrangência das pressões existentes — com uma proporção significativa de bens e serviços a exibirem variações de preços elevadas — à recuperação das margens de lucro e às pressões sobre os salários. Estas pressões refletirão, para além de reivindicações para recuperar parte da perda de poder de compra dos salários, as reduzidas margens disponíveis no mercado de trabalho. Projeta-se que a taxa de variação homóloga do IHPC se reduza para 3,7% no quarto trimestre de 2023 e se situe em 1,7% no final de 2025.

A incerteza em torno da projeção é elevada, com riscos descendentes para a atividade e ascendentes para a inflação. A principal fonte de incerteza decorre da evolução da crise energética na Europa, nomeadamente da possibilidade de se verificar escassez de gás exigindo um período de racionamento e cortes na produção, resultando em novas subidas dos preços internacionais de bens e serviços. A inflação permaneceria elevada por mais tempo, o que a par da maior incerteza, teria impactos adversos sobre a atividade. Adicionalmente, existe a possibilidade de ocorrer um crescimento mais forte dos salários e das margens de lucro das empresas, com efeitos de segunda ordem sobre os preços.

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



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

2 Enquadramento e políticas

Em 2022-23, a economia mundial é condicionada pela inflação elevada, aperto das condições financeiras e grande incerteza geopolítica, recuperando a partir de 2024 com a dissipação destes efeitos. Depois de uma contração ligeira no segundo trimestre de 2022, a atividade mundial cresce a um ritmo modesto no segundo semestre (0,6% em média nas taxas de variação em cadeia), em particular nas economias avançadas (0,2%). O comércio internacional continuou a recuperar no primeiro semestre de 2022, beneficiando de um melhor funcionamento das cadeias de produção num quadro de normalização da oferta e de moderação da procura global. No segundo semestre, o enfraquecimento da atividade, em particular na indústria, implica uma perda de dinamismo do comércio mundial, que se estende até 2023. Em linha com estas perspetivas, as hipóteses para a procura externa dirigida a Portugal foram revistas em baixa em 2023-24 face ao BE de junho (-0,7 pp em 2023 e -0,4 pp em 2024).

Na área do euro, o PIB desacelerou para 0,3% no terceiro trimestre de 2022 (0,8% no trimestre anterior), refletindo um contributo muito negativo das exportações líquidas, compensado pela resiliência do consumo e do investimento. As projeções do Eurosistema apontam para uma ligeira contração do PIB na área do euro no último trimestre de 2022 e no primeiro trimestre de 2023, de -0,2% e -0,1%, respetivamente, num contexto de erosão do poder de compra, níveis elevados de incerteza e deterioração da confiança dos consumidores. A variação anual projetada para 2023 é de apenas 0,5% (3,4% em 2022), com uma desaceleração significativa da procura interna. Esta projeção incorpora evoluções distintas entre países, com contrações em 2023 nos países mais afetados pela crise energética. Em 2024 e 2025, a atividade na área do euro recupera, à medida que as pressões inflacionistas e a elevada incerteza se dissipam, traduzindo-se num crescimento em torno de 1,9%.

Após o aumento significativo em 2022, a inflação na área do euro reduz-se a partir de 2023 com a dissipação das pressões da oferta e o enfraquecimento da procura, num quadro de normalização da política monetária. Na área do euro, a inflação aumentou para 10% em novembro. A subida tem refletido um elevado contributo das componentes mais voláteis, mas a inflação excluindo bens alimentares e energéticos também aumentou (para 5% em novembro). As projeções de dezembro do Eurosistema incorporam uma inflação na área do euro de 8,4% em 2022. A partir de 2023, antecipa-se uma redução gradual, para 6,3% em 2023, 3,4% em 2024 e 2,3% em 2025, dada a calibração da política do BCE, os efeitos desfasados do enfraquecimento da economia e a expectativa de efeitos limitados de segunda ordem sobre os salários.

As hipóteses do exercício consideram um alívio das pressões inflacionistas externas em 2023-25, após os crescimentos de preços muito significativos observados em 2022 (Quadro I.2.1). Os preços de importação dos concorrentes abrandam ao longo do horizonte, projetando-se um crescimento em torno de 2% em 2024-25. Estes preços foram revistos em alta face aos dois exercícios anteriores. Em contraste, os preços internacionais do petróleo e das matérias-primas não energéticas reduzem-se em 2023, mais do que o esperado no BE de junho, num contexto de deterioração das perspetivas para a economia mundial. A acumulação de reservas de gás na Europa, o aumento da oferta de gás natural liquefeito e do fornecimento pela Noruega, as medidas da União Europeia para redução do consumo e a previsão de um inverno pouco rigoroso contribuíram para a correção do preço do gás no quarto trimestre, após o aumento significativo no trimestre anterior na sequência do corte no fornecimento de gás pela Rússia. No entanto, os preços dos contratos de futuros permanecem elevados, refletindo a incerteza sobre o plano de substituição do gás da Rússia (Gráfico I.2.1). Comparativamente aos exercícios anteriores, o preço desta matéria-prima foi revisto em baixa em 2022 (face ao BE de outubro) e em alta em 2023-24 (face ao BE de junho).

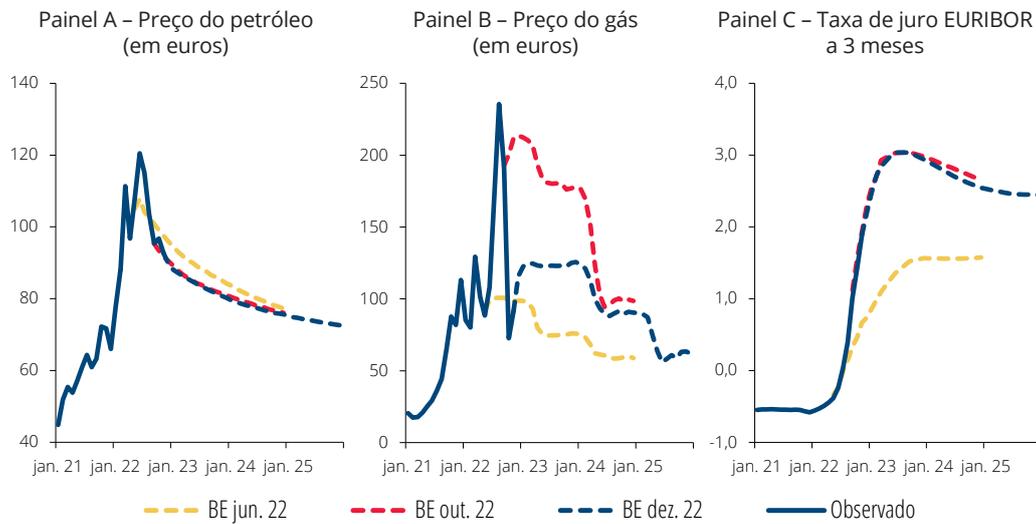
As hipóteses apontam para taxas de juro de curto prazo mais elevadas (Quadro I.2.1). Refletindo as subidas de taxas de juro decididas nas últimas reuniões do BCE e a expectativa de subidas adicionais nos próximos meses, a EURIBOR a 3 meses aumenta para 2,9% em 2023, diminuindo gradualmente para 2,5% em 2025. Este perfil implica uma revisão em alta de 1,6 pp em 2023 face ao BE de junho.

Quadro I.2.1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE dez. 2022					BE out. 2022	BE jun. 2022		
		2021	2022	2023	2024	2025	2022	2022	2023	2024
Enquadramento internacional										
PIB mundial	tva	6,3	3,3	2,3	2,9	3,1	2,9	3,0	3,3	3,4
PIB área do euro	tva	5,3	3,4	0,3	1,9	1,9	3,1	2,8	2,1	2,1
Comércio mundial	tva	11,6	6,1	2,0	3,3	3,3	4,8	4,3	3,2	3,6
Procura externa	tva	10,2	8,0	2,5	3,0	3,1	6,7	4,9	3,2	3,5
Preços internacionais										
Preço do petróleo em dólares	vma	71,1	104,6	86,4	79,7	76,0	104,2	105,8	93,4	84,3
Preço do petróleo em euros	vma	60,1	99,7	83,9	77,4	73,8	99,4	98,9	88,9	80,2
Preço do gás em euros (MWh)	vma	46,6	122,5	123,6	98,4	68,9	151,5	98,8	80,9	62,9
Matérias-primas não energéticas em euros	tva	37,4	19,5	-8,7	0,7	1,4	20,5	26,3	-3,1	-6,3
Preços de importação dos concorrentes	tva	7,8	15,9	3,6	2,1	1,9	15,7	12,4	2,3	1,0
Condições monetárias e financeiras										
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,5	0,4	2,9	2,7	2,5	0,4	0,0	1,3	1,6
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	1,9	1,9	2,2	2,2	2,2	1,9	2,0	2,2	2,2
Índice de taxa de câmbio efetiva do euro	tva	1,2	-3,6	0,9	0,0	0,0	-3,9	-3,4	-0,6	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,18	1,05	1,03	1,03	1,03	1,05	1,07	1,05	1,05

Fonte: 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 15 de dezembro, incluindo a informação disponível até 23 de novembro. A hipótese técnica para os preços do petróleo e do gás assentam nos mercados de futuros. Os preços internacionais apresentados são medidos em euros. A hipótese técnica para o preço do petróleo, gás e matérias-primas não energéticas assenta nos mercados de futuros. O preço de importação dos concorrentes corresponde a uma média ponderada dos deflatores de exportação dos países dos quais Portugal importa, ponderada pelo peso relativo destas 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 portuguesa 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. A projeção para a taxa de juro implícita da dívida baseia-se numa estimativa que inclui hipóteses para as taxas de juro associadas às novas emissões. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação do euro. O índice de taxa de câmbio efetiva do euro é calculado face a um grupo de 42 países parceiros. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nos 10 dias úteis anteriores à data de fecho da informação.

Gráfico I.2.1 • Hipóteses do exercício de projeção para o preço do petróleo, do gás e para a taxa de juro de curto prazo | Em euros e percentagem



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

3 A economia portuguesa em 2022-25

Após um crescimento de 6,8% em 2022, a economia portuguesa abranda significativamente em 2023, para 1,5%, projetando-se uma aceleração para 1,9% em 2025. A evolução da atividade em 2023 reflete a redução dos contributos do consumo privado e das exportações de serviços (líquidos de conteúdos importados) de 2,2 pp para 0,0 pp no primeiro caso e de 4,1 pp para 0,7 pp no segundo caso (Quadro I.3.1). O contributo do investimento aumenta, situando-se em 0,2 pp, e o das exportações de bens diminui ligeiramente para 0,3 pp. Em 2024-25, a evolução do PIB assenta na manutenção do contributo das exportações de bens e serviços em 0,9 pp, enquanto o contributo do investimento aumenta para 0,5 pp, situando-se nos dois casos próximos dos observados nos anos anteriores à pandemia. Em contraste, o consumo privado cresce menos do que o PIB, com um contributo inferior ao da média de 2015-19.

Quadro I.3.1 • PIB e contributo dos principais agregados da despesa | Taxa de variação anual, em percentagem, e contributos líquidos de conteúdos importados, em pontos percentuais

	Valor médio 2015-19	2020	2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)	Valor médio 2020-25
PIB	2,6	-8,3	5,5	6,8	1,5	2,0	1,9	1,6
Contributos para o crescimento do PIB:								
Consumo privado	0,9	-2,8	1,6	2,2	0,0	0,4	0,4	0,3
Consumo público	0,1	0,1	0,5	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2
Investimento	0,5	-0,1	0,8	-0,1	0,2	0,6	0,4	0,3
Exportações de bens e serviços	1,1	-5,6	2,7	4,4	1,0	0,9	0,9	0,7
Exportações de bens	0,4	-0,9	1,1	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3
Exportações de serviços	0,7	-4,6	1,6	4,1	0,7	0,4	0,4	0,4

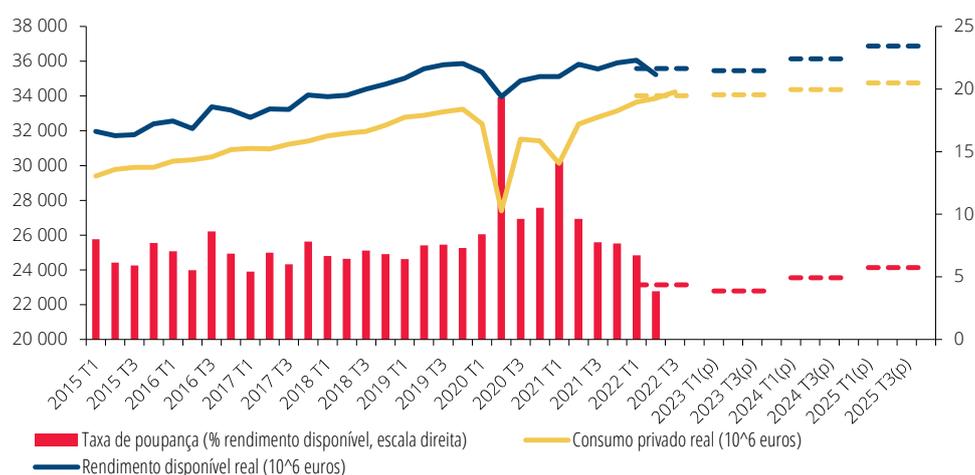
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. Para detalhes sobre a metodologia, incluindo estimativas de conteúdos importados, ver Cardoso e Rua (2021)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

Após um aumento de 5,9% em 2022, o consumo privado cresce 0,2% em 2023 e 1,0%, em média, em 2024-25. O forte crescimento em 2022 ocorre num contexto de recuperação do nível pré-pandémico, de estagnação do rendimento disponível real e de redução da taxa de poupança para valores historicamente baixos (4,4%) (Gráfico I.3.1). Num contexto de eliminação das restrições associadas à pandemia, as famílias aumentaram o consumo, em particular em bens e serviços cuja despesa tinha sido adiada nos dois anos anteriores, utilizando parte da poupança acumulada durante a crise. A confiança dos consumidores — que já se encontrava em níveis baixos desde março — deteriorou-se novamente em setembro e outubro. No último trimestre de 2022, as medidas extraordinárias de apoio às famílias anunciadas pelo Governo deverão ainda suportar o consumo privado, dado que beneficiam agregados familiares que tipicamente têm uma maior propensão a consumir (Caixa 3).

Em 2023, o aumento muito reduzido do consumo privado está associado à menor almofada financeira das famílias, ao aumento do serviço da dívida e à baixa confiança dos consumidores. A redução adicional da taxa de poupança contribui para conter a desaceleração do consumo privado. O rendimento disponível nominal desacelera em 2023 — refletindo a estabilização do emprego e o desaparecimento das medidas temporárias de apoio, a par do aumento do serviço da dívida — e o seu poder de compra volta a estagnar dada a inflação ainda elevada. O impacto do aumento das taxas de juro e da inflação sobre a situação financeira das famílias deverá ser mais marcado para os agregados endividados de menor rendimento (Caixa 4).

A recuperação do consumo privado em 2024-25 reflete a dissipação da incerteza e o crescimento moderado do rendimento disponível real, num quadro de redução da inflação e estabilização das taxas de juro, prevendo-se uma ligeira redução do serviço de dívida. A evolução projetada para o rendimento e o consumo neste período é consistente com uma recuperação da taxa de poupança, que se manterá ainda assim abaixo dos valores anteriores à pandemia.

Gráfico I.3.1 • Consumo privado, rendimento disponível real e taxa de poupança | 10⁶ euros e em percentagem do rendimento disponível



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado. As linhas tracejadas correspondem a médias trimestrais.

O consumo público cresce 2% em 2022, desacelerando gradualmente ao longo do horizonte.

Depois de aumentar 4,6% em 2021, o consumo público abranda em 2022 refletindo a redução dos efeitos associados à pandemia, incluindo um menor crescimento do emprego nas administrações públicas. A ligeira desaceleração em 2023 tem subjacente a hipótese de menor crescimento do

emprego público, parcialmente compensada por uma aceleração da despesa líquida em bens e serviços, em linha com o previsto no Orçamento do Estado. Em 2024 e 2025, apesar do contributo da execução de projetos financiados pelo PRR, assume-se a desaceleração gradual do consumo público num contexto de estabilização do emprego nas administrações públicas.

O investimento desacelera para 1,3% em 2022, projetando-se crescimentos de 2,9% em 2023 e de 4,9%, em média, em 2024-25. O comportamento contido do investimento empresarial em 2022-23 (taxas de variação de 0,8% e 1,6%, respetivamente) é explicado pelo adiamento de projetos num contexto de elevada incerteza, restrições da oferta — de materiais e mão de obra —, aumento dos custos de produção, aperto das condições de financiamento e abrandamento da procura. Nos anos seguintes, a dissipação da incerteza e a melhoria das perspetivas de procura global traduzem-se num maior crescimento desta componente (5,2%, em média). O aumento da entrada de fundos da União Europeia, em particular dos associados ao PRR, deverá contribuir para suportar o investimento empresarial em 2023-25. As características das empresas beneficiárias do PRR — em termos de dimensão, *stock* de capital, produtividade do trabalho ou pendor exportador — sugerem um impacto relevante dos investimentos cofinanciados (Caixa 5).

O investimento em habitação abranda significativamente em 2022 (de 12,2% para 0,3%) e reduz-se em 2023, refletindo o impacto da estagnação do rendimento disponível e do aumento das taxas de juro sobre a procura. Para 2024-25, espera-se um crescimento de 2,2%, em média, associado ao aumento do rendimento das famílias residentes, bem como à procura por não residentes e para fins turísticos. O impacto da normalização das condições de financiamento implica que este agregado não retorne aos valores do final de 2021.

O investimento público mantém um crescimento elevado no período de projeção, depois de ter desacelerado em 2022 face ao ano anterior, de 13,8% para 5,5%. Nos anos seguintes, a execução dos projetos financiados pelo PRR e a crescente absorção de fundos do Quadro Financeiro Plurianual 2021-2027 determinam um crescimento médio anual de 10,4%.

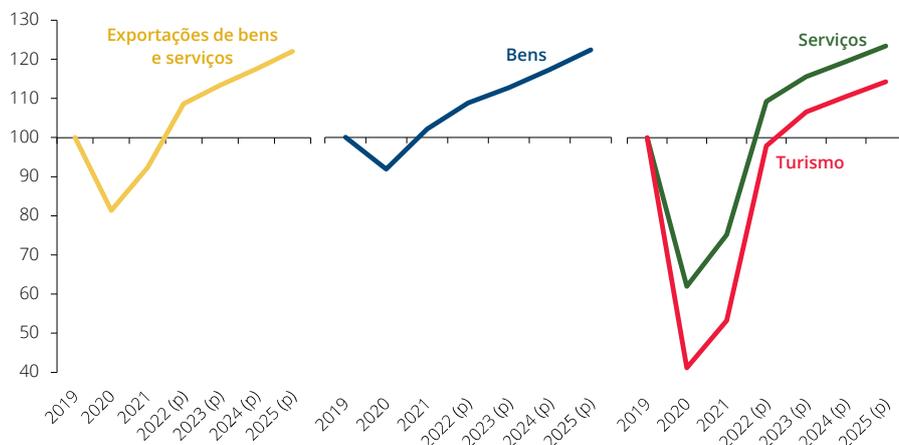
Após um crescimento de 17,7% em 2022, as exportações apresentam taxas em torno de 4% em 2023-25. O elevado dinamismo deste agregado em 2022 reflete a forte recuperação da componente de serviços, em particular do turismo (Gráfico I.3.2). As exportações de turismo crescem quase 80%, beneficiando do levantamento das restrições da pandemia e da concretização da procura adiada durante esse período. Este agregado aproxima-se dos valores pré-pandemia no final de 2022. Em 2023, as exportações do turismo deverão crescer 8,6%, beneficiando da Jornada Mundial da Juventude que terá lugar em Portugal no terceiro trimestre. Em 2024-25, assume-se que esta componente cresce ligeiramente acima da procura externa.

As exportações de bens deverão crescer 6,3% em 2022 e 3,5% em 2023, refletindo um enquadramento internacional menos favorável. No primeiro semestre de 2022, as exportações de bens apresentaram um crescimento robusto, beneficiando do aumento da procura externa e da atenuação das disrupções associadas à escassez de materiais, em particular na indústria automóvel. Em 2023, a desaceleração da procura externa deverá implicar um menor crescimento das vendas de bens ao exterior, não obstante algum impacto positivo da dissipação dos constrangimentos nas cadeias de valor globais. Em 2024-25, a melhoria do enquadramento internacional contribui para que as exportações de bens cresçam 4,1% em média. O crescimento deste agregado no período de projeção tem subjacente ganhos de quota de mercado, ainda assim conservadores face aos observados no período anterior à pandemia e face à dinâmica recente, bem como às alterações do padrão do comércio internacional no contexto da redefinição da globalização.

Após um aumento de 11,1% em 2022, as importações apresentam crescimentos gradualmente mais moderados ao longo do horizonte. As importações de bens evoluem em linha com a procura global

ponderada pelos conteúdos importados, projetando-se um crescimento mais forte dos serviços, em particular em 2022, refletindo a evolução marcada do turismo de residentes no exterior.

Gráfico I.3.2 • Exportações de bens e serviços | Índice 2019=100



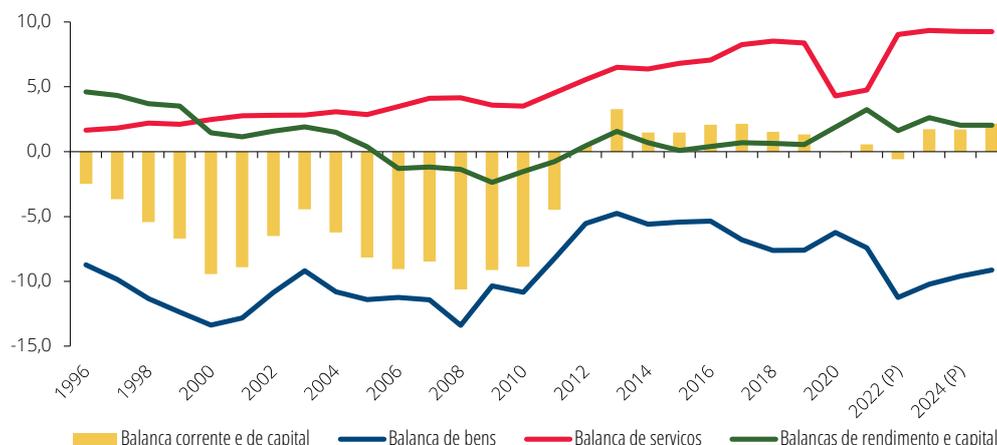
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

A balança corrente e de capital apresenta um défice de 0,6% do PIB em 2022, retornando a um saldo positivo de 1,9%, em média, no período 2023-25. O défice da balança de bens alarga-se em 2022 — para valores próximos dos observados antes da crise soberana — refletindo o efeito da perda significativa dos termos de troca, associada ao aumento do preço do petróleo e do gás nos mercados internacionais (Gráfico I.3.3). A deterioração do saldo de bens é, no entanto, compensada pela forte recuperação do turismo. A necessidade de financiamento da economia reflete a redução do excedente das balanças de rendimentos e de capital (de 3,2% do PIB em 2021 para 1,6% em 2022), associado ao aumento do pagamento de dividendos ao exterior e à dissipação de um efeito base associado à devolução por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Para 2023-25, projeta-se uma melhoria progressiva da balança de bens decorrente da evolução favorável dos termos de troca e de ganhos adicionais de quota de mercado das exportações. O excedente das balanças de rendimentos e capital aumenta para 2,0% em 2025, beneficiando do aumento das entradas de fundos europeus.

O mercado de trabalho manteve um comportamento favorável em 2022, perspetivando-se uma estabilização do emprego e da taxa de desemprego em 2023-25. Para 2022, estima-se um crescimento anual do emprego de 2,3% e no período 2023-25 o emprego apresenta um crescimento baixo, em torno de 0,1%, em termos médios anuais. Prolongando o crescimento da oferta de trabalho dos últimos anos, a taxa de participação aumenta cerca de 1 pp em 2022, assumindo-se aumentos mais reduzidos no período 2023-25, tendo em conta o valor historicamente elevado do indicador, superior ao do período pré-pandemia e ao registado na área do euro.

A taxa de desemprego diminuiu em 2022, para 5,9%, um valor historicamente baixo, estimando-se que o mercado de trabalho se encontre próximo do pleno emprego. A percentagem de empresas que relatam dificuldades na contratação de pessoal qualificado permanece historicamente elevada nos principais setores de atividade. Apesar do abrandamento da atividade, projeta-se uma estabilização da taxa de desemprego em 2023-25, num contexto de escassez de mão de obra — dado o crescimento limitado da força de trabalho — que encoraja as empresas a reterem os trabalhadores.

Gráfico I.3.3 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



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

Os salários nominais no setor privado deverão aumentar 5,4% em 2022 e apresentar um crescimento médio similar em 2023-25. Estas estimativas incluem os aumentos do salário mínimo observado em 2022 (6%) e anunciados para 2023-25 (7,8% em 2023, 6,6% em 2024 e 5,6% em 2025). Em 2022, o aumento nominal dos salários por trabalhador no setor privado implica uma redução em termos reais de cerca de 1% — ajustando pela variação do deflator do consumo privado — refletindo o aumento acentuado e imprevisto dos preços. O aumento da remuneração média por trabalhador em 2022 é compatível com uma evolução mais forte dos salários em toda a distribuição, dado o efeito de composição negativo associado à concentração do aumento do emprego nos escalões salariais mais baixos. Projeta-se uma variação real dos salários no setor privado aproximadamente nula em 2023, que aumenta para cerca de 2%, em média, em 2024-25, um valor em linha com o crescimento da produtividade.

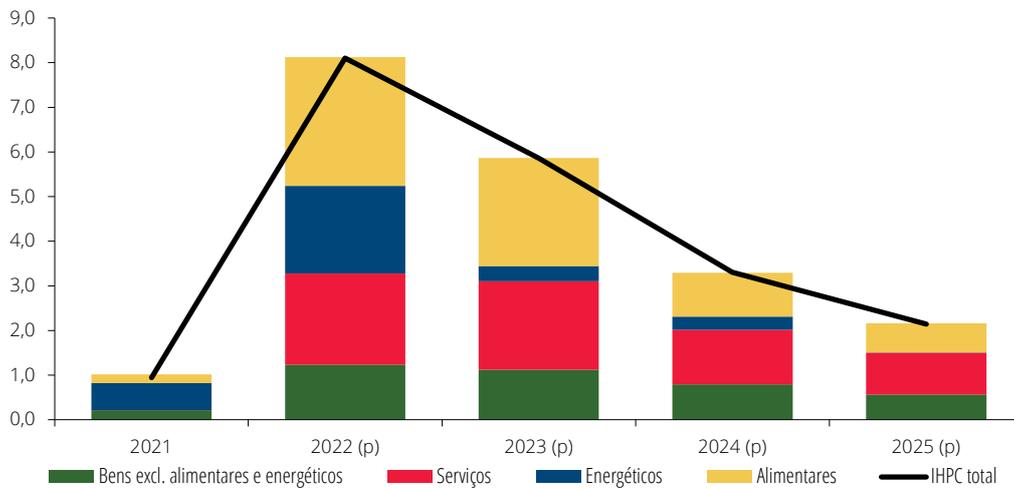
A inflação, medida pela variação do IHPC, aumentou ao longo de 2022 de forma mais rápida e persistente do que o esperado, situando-se em 8,1% no ano (0,9% em 2021). Excluindo os bens energéticos, os preços no consumidor cresceram 6,7% em 2022 (0,4% em 2021). O aumento da inflação em 2022 reflete, em larga medida, pressões externas sobre os bens energéticos e alimentares, que se propagaram, posteriormente, para as restantes categorias de bens e de serviços (Gráfico I.3.4). A evidência aponta para que os efeitos de contágio entre as principais componentes do IHPC no período recente estejam a ser mais intensos que no passado (Caixa 6). Adicionalmente, os preços dos serviços relacionados com turismo aumentaram significativamente, impulsionados pela forte recuperação do setor. As pressões internas sobre os preços com origem nos salários mantêm-se contidas, enquanto as margens de lucro no setor privado aumentam, recuperando das quedas registadas na pandemia.

Projeta-se uma redução da inflação para 5,8% em 2023, 3,3% em 2024 e 2,1% em 2025, refletindo menores pressões de origem externa. O abrandamento da atividade mundial e a dissipação dos constrangimentos nas cadeias de fornecimento contribuem para atenuar as pressões inflacionistas externas ao longo do período de projeção, assumindo-se uma desaceleração do preço das importações e, em particular, uma redução no caso do gás e do petróleo. Esta evolução é parcialmente contrabalançada pelas pressões internas, num contexto da margem reduzida de recursos no mercado de trabalho e em que os trabalhadores tentam mitigar perdas dos salários reais e as empresas recuperar margens de lucro. Num quadro de normalização da política monetária e em

que as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas, a inflação aproxima-se dos valores consistentes com a estabilidade de preços no final do horizonte.

Em 2022 e 2023, a inflação é inferior à projetada para a área do euro (em 0,3 pp e 0,5 pp, respetivamente), refletindo uma menor subida do preço dos bens energéticos em Portugal, em particular da eletricidade e do gás. Em 2024-25, as projeções encontram-se próximas. Excluindo os bens energéticos, o diferencial de inflação de Portugal face à área do euro é positivo no horizonte, sendo mais significativo em 2022, refletindo o maior dinamismo do preço dos serviços e dos bens alimentares (e o seu maior peso no cabaz do IHPC português).

Gráfico I.3.4 • Taxa de variação anual do IHPC e principais contributos | Percentagem e pontos percentuais



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

4 Riscos

A incerteza em torno das projeções é elevada, sendo identificados riscos em baixa para a atividade económica e em alta para a inflação. O principal risco decorre da possibilidade de repercussões mais adversas do conflito na Ucrânia, em particular, sobre o abastecimento de energia à Europa — desencadeando uma nova escalada dos preços e cortes de produção — e sobre a confiança dos agentes. Outro risco relevante na atual conjuntura está relacionado com a possibilidade de ocorrer um crescimento mais forte dos salários e das margens de lucro das empresas com efeitos de segunda ordem sobre os preços. Os impactos da materialização destes riscos são analisados num cenário alternativo para a economia portuguesa apresentado na Caixa 2.

Existem também riscos associados ao ritmo e à sincronização da subida de taxas de juro nas principais economias avançadas, que podem implicar um impacto mais restritivo que o projetado. A incerteza sobre a persistência das pressões inflacionistas, associada quer à duração dos choques que lhe deram origem quer aos fatores de propagação, cria também incerteza sobre o processo de normalização monetária na área do euro. Uma maior persistência da inflação traduzir-se-ia num maior aperto da política monetária e das condições de financiamento, com repercussões sobre as decisões de consumo e de investimento.

5 Conclusões

O crescimento da economia em 2022 revelou-se mais robusto do que o projetado em junho. Nos próximos meses, o enquadramento internacional e financeiro mais desfavorável, a manutenção da confiança em valores muito baixos, bem como a subida da inflação e o seu impacto sobre o poder de compra das famílias, implicam um crescimento da atividade em 2023 inferior ao então projetado. O crescimento baixo e a persistência das pressões inflacionistas criam desafios importantes à condução das políticas económicas.

A situação atual reflete, em larga medida, uma perda de termos de troca em 2021-22 que assume no caso português e, em termos acumulados, uma magnitude sem precedente nas duas últimas décadas. Esta evolução traduz-se numa perda de rendimento real da economia que deve ser partilhada por todos os agentes. Nesse contexto, é importante a coordenação das expectativas em torno do objetivo de estabilidade de preços do BCE, assegurando que os aumentos dos salários e das margens das empresas não geram pressões inflacionistas persistentes, com consequências negativas para a competitividade e a estabilidade macroeconómica. A redução da inflação é responsabilidade primordial da política monetária, mas deve envolver a coordenação dos vários agentes económicos — administrações públicas, empresas e famílias. A experiência de coordenação que ocorreu na crise pandémica é demonstrativa dos benefícios que pode trazer à sociedade.

A normalização da política monetária na área do euro deverá prosseguir, com o aumento das taxas de juro para valores neutrais, de forma a conter as pressões sobre os preços e manter ancoradas as expectativas de inflação. As empresas e as famílias estão atualmente mais bem preparadas para enfrentar um enquadramento mais adverso do que na crise das dívidas soberanas, mas a exposição ao impacto dos choques recentes é diferenciada. Neste contexto, as medidas de apoio que possam ser necessárias deverão ser focadas nos segmentos mais vulneráveis — evitando um estímulo orçamental generalizado sobre a procura que reforçaria as pressões inflacionistas — e ser temporárias, de forma a preservar a sustentabilidade orçamental.

A médio e longo prazo, a capacidade de crescimento da economia portuguesa é limitada por obstáculos estruturais associados, em particular, à evolução demográfica desfavorável. Esta evolução, que urge alterar, torna crucial que se mantenha a aposta no aumento das qualificações e da participação no mercado de trabalho. A utilização efetiva e eficaz dos fundos do PRR e a implementação das reformas previstas — com destaque para a melhoria da eficiência da administração pública e a redução dos custos de contexto — contribuirão para aumentar o *stock* de capital e a produtividade da economia, possibilitando ganhos de crescimento potencial.

Caixa 1 • Evolução recente da economia portuguesa à luz de um relógio circular

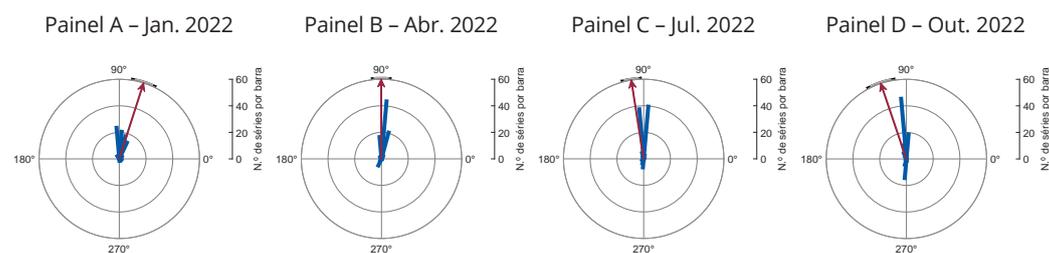
A monitorização da evolução da economia revela-se crucial, não apenas para aferir a sua posição face ao ciclo, mas também para apoiar a formulação de políticas económicas sustentáveis numa perspetiva de crescimento económico. Neste sentido, um dos instrumentos que tem sido proposto para monitorizar o estado da economia refere-se ao relógio de ciclo de crescimento económico, no qual a componente cíclica das séries selecionadas é representada em quatro quadrantes que aludem às fases do respetivo ciclo. Tipicamente, esta é obtida como o desvio face à tendência de longo prazo, designado como ciclo de crescimento.

Esta caixa documenta a evolução da atividade económica em Portugal ao longo de 2022 com base no instrumento apresentado recentemente em Lourenço e Rua (2022).¹ Recorrendo a estatísticas circulares, esta nova abordagem não só preserva as propriedades apelativas da representação através de um relógio, como também permite lidar de forma simplificada com um vasto conjunto de informação.

O relógio caracteriza, em cada mês, a posição no ciclo de crescimento, onde os 90° denotam o pico e os 270° correspondem ao ponto baixo do ciclo. A seta vermelha no gráfico C1.1 sumaria numa única direção o posicionamento médio de todos os sinais, potencialmente divergentes, das múltiplas séries utilizadas.² A dispersão dos sinais dados pelas diferentes séries é ilustrada pelas barras a azul, sendo que cada barra representa o número de indicadores que apontam para um determinado posicionamento cíclico. Os intervalos de confiança associados à direção média são representados através de arcos, onde as linhas a cinzento e a preto correspondem a um nível de confiança de 95 e 99%, respetivamente. Num contexto de maior sincronização dos indicadores, a dispersão será menor, o que se traduz num intervalo de confiança com menor amplitude.

No gráfico C1.1 apresentam-se os relógios para os meses de janeiro, abril, julho e outubro de 2022. Os resultados sinalizam uma deterioração do ciclo de crescimento da economia portuguesa ao longo de 2022.

Gráfico C1.1 • Relógios circulares para o ciclo económico



Fonte: Banco de Portugal.

1. Para mais detalhes, ver Lourenço, N. e Rua, A. (2022), "Um relógio circular para o ciclo económico em Portugal", *Revista de Estudos Económicos*, Vol. VIII, n.º 4.
2. Na construção do relógio, recorre-se ao filtro HP para remover a tendência e alisar os indicadores económicos.

Caixa 2 • Um cenário adverso para a economia portuguesa

A incerteza elevada quanto ao desenrolar da agressão militar à Ucrânia e a possibilidade de repercussões económicas mais adversas implicam riscos para a projeção. Estes riscos relacionam-se com interrupções no fornecimento de energia à Europa e uma nova subida dos preços destas matérias-primas, a par de uma redução da confiança dos agentes. Paralelamente, identificam-se riscos decorrentes de aumentos mais pronunciados dos custos salariais e das margens das empresas em Portugal, implicando uma maior persistência das pressões inflacionistas face ao assumido nas projeções deste boletim. Esta caixa apresenta um cenário adverso para a economia portuguesa, que quantifica o impacto da materialização destes riscos sobre o PIB, a taxa de desemprego e a inflação. As hipóteses de enquadramento consideradas são comuns às utilizadas pelo Eurosistema no cenário adverso para a área do euro, publicado nas projeções de dezembro.³

O cenário assume um corte total do fornecimento de gás e petróleo da Rússia à Europa a partir do primeiro trimestre de 2023, um inverno mais rigoroso em 2022-23 e 2023-24 e uma substituição mais lenta por outras fontes de energia. Este contexto de escassez de bens energéticos leva a racionamentos e cortes de produção severos na área do euro, causando disrupções nas cadeias de valor global. Apesar da dependência limitada de Portugal à energia oriunda da Rússia, antecipam-se impactos significativos, sobretudo devido à maior exposição de outros países com ligações relevantes a Portugal. Estes efeitos refletem-se numa evolução mais desfavorável da procura externa dirigida à economia portuguesa (variação de 1,1%, em média, em 2023-24 no cenário adverso, que compara com cerca de 3% nas projeções deste boletim).

A deterioração dos fluxos comerciais — em particular, de bens em que a Rússia e a Ucrânia são grandes fornecedores mundiais — provoca um aumento substancial dos preços das matérias-primas energéticas e alimentares, com transmissão posterior aos preços dos outros bens e serviços (Quadro C2.1). O preço do petróleo aumenta 19,4% em 2023, regressando aos níveis considerados na projeção no final do horizonte. No caso do gás, a variação é mais expressiva (101,1% em 2023), assumindo-se a manutenção do preço em máximos históricos (275 euros por Megawatt-hora) entre o terceiro trimestre de 2023 e o primeiro trimestre de 2024. No final do horizonte, o preço desta matéria-prima situa-se ainda mais de 80% acima do considerado nas projeções, traduzindo a maior dificuldade de substituição por fontes alternativas. Estes choques implicam um aumento acentuado dos custos de produção das empresas, condicionando a sua atividade, em particular em setores mais dependentes destas matérias-primas.

Quadro C2.1 • Hipóteses de enquadramento internacional do cenário adverso e comparação com a projeção | Taxas de variação anual, em percentagem

	Cenário adverso			Projeção BE dezembro 2022		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Preço do petróleo (em euros)	19,4	-24,9	-16,5	-15,8	-7,7	-4,7
Preço do gás (em euros)	101,1	-18,5	-36,5	0,9	-20,4	-30,0
Preço dos alimentares – DGAGRI carne	27,1	-6,6	-9,0	7,0	0,7	0,7
Preço dos alimentares – DGAGRI óleo	20,3	-2,8	-5,8	7,7	0,0	0,0
Preço das importações dos concorrentes	5,1	2,3	1,3	3,6	2,1	1,9
Procura externa	1,0	1,3	3,4	2,5	3,0	3,1

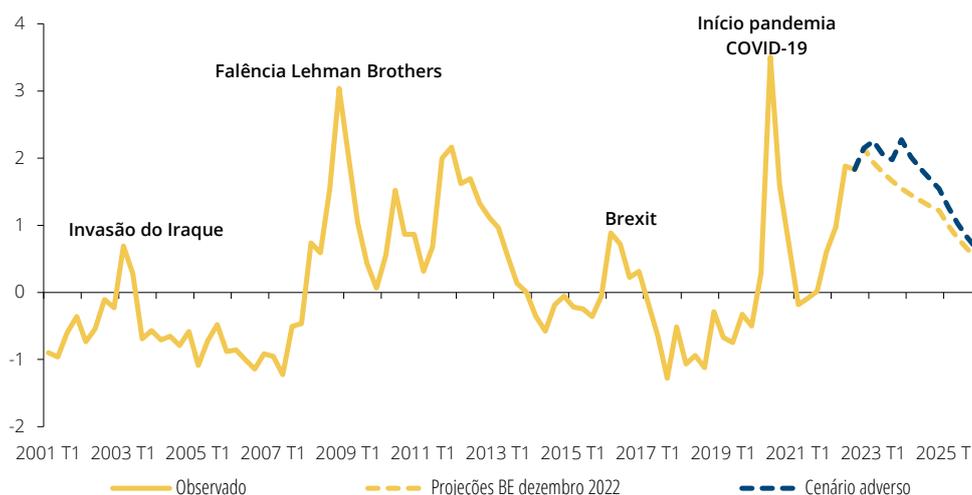
Fonte: Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal).

3. O cenário aqui apresentado para Portugal não integra o cenário adverso publicado pelo Eurosistema para a área do euro.

A intensificação das tensões geopolíticas e o agravamento do enquadramento económico traduziu-se num aumento da incerteza na economia portuguesa desde o início do ano (Gráfico C2.1). No cenário adverso, considerou-se um aumento adicional da incerteza durante este e o próximo inverno e uma posterior redução gradual. A incerteza elevada e a evolução mais adversa da atividade económica conduzem a uma amplificação das fricções financeiras, verificando-se uma deterioração das condições de financiamento. O cenário incorpora uma redução do preço dos ativos e um aumento dos prémios de risco. As taxas de juro bancárias dos empréstimos às famílias e empresas registam uma subida mais acentuada (cerca de +100 pb) do que a implícita nas projeções apresentadas neste boletim. Por fim, a elevada incerteza e a volatilidade nos mercados financeiros afetam a confiança dos consumidores e empresários, pelo que foi considerado um choque adicional com impacto nas decisões de consumo e investimento dos agentes, com início no primeiro trimestre de 2023.

O impacto destes choques foi estimado com base no modelo macroeconómico de previsão de médio prazo do Banco de Portugal (Modelo “M”). No caso do choque de incerteza, recorreu-se aos modelos estimados em Manteu e Serra (2017) para apurar o impacto no PIB.

Gráfico C2.1 • Indicador sintético de incerteza para Portugal | Índice média 2001-2019 = 0



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O indicador corresponde ao apresentado em Manteu e Serra (2017) “Medidas de incerteza e o seu impacto na economia portuguesa”, *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. III, n.º 2. O indicador foi estandardizado com a média e desvio padrão do período 2001-2019.

O cenário adverso assume ainda pressões inflacionistas mais fortes, refletindo crescimentos dos salários e das margens de lucro em Portugal superiores aos implícitos nas projeções deste boletim. Este maior dinamismo é motivado por esforços de recuperação do rendimento real por parte dos trabalhadores e das empresas, num contexto de desencorajamento das expectativas de inflação, implicando efeitos persistentes sobre a evolução dos preços. Especificamente, considerou-se um choque sobre os salários reais no setor privado e um choque sobre as *markups* dos preços ao longo de 2023 e 2024, utilizando o Modelo “M” e o modelo dinâmico de equilíbrio geral PESSOA. Estes choques criam distorções ao normal funcionamento da economia e implicam uma perda de competitividade face ao exterior, que se traduzem em efeitos adversos sobre a atividade e o mercado de trabalho.

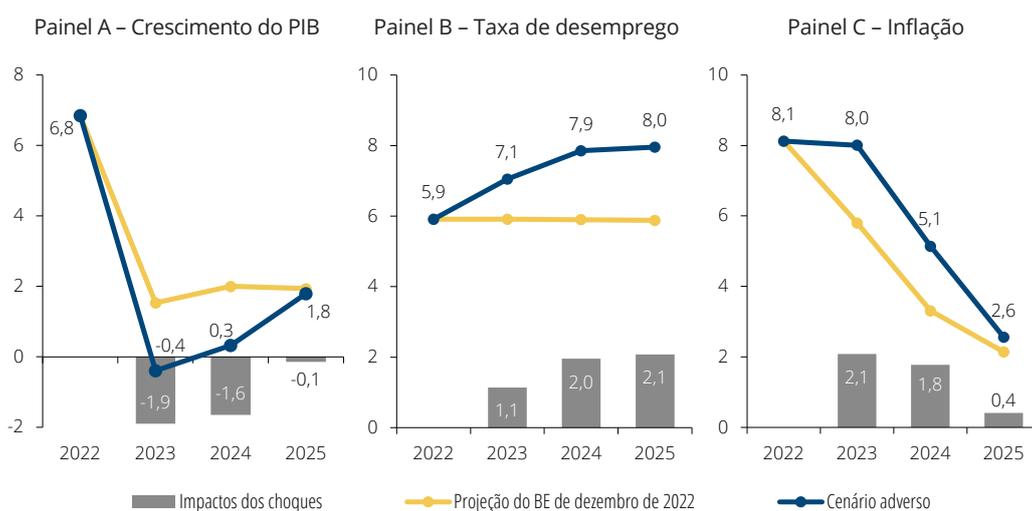
Os resultados para o conjunto destes choques apontam para um impacto negativo sobre a taxa de variação anual do PIB de 1,9 pp e 1,6 pp em 2023 e 2024, face às projeções deste boletim, sendo o impacto marginal em 2025 (-0,1 pp) (Gráfico C2.2 – Painel A). Tal implica uma contração da atividade de 0,4% em 2023, seguindo-se uma recuperação lenta e incompleta (crescimento de 0,3% em 2024 e 1,8% em 2025). No final do horizonte, o PIB situa-se 3,5% abaixo do valor implícito nas projeções deste boletim. O contexto de agravamento do conflito na Ucrânia e de incerteza exacerbada motiva comportamentos de precaução nos agentes, implicando que as almofadas financeiras das famílias e empresas não sejam usadas para amortecer os choques (ou se esgotem, em situações mais adversas).

O mercado de trabalho também sofre um ajustamento expressivo, com a taxa de desemprego a aumentar de 5,9% em 2022, para 7,1% em 2023, 7,9% em 2024 e 8% em 2025 (2,1 pp acima do projetado neste boletim) (Gráfico C2.2 – Painel B).

O impacto sobre a inflação é positivo e significativo ao longo do horizonte (2,1 pp em 2023, 1,8 pp em 2024 e 0,4 pp em 2025, face às projeções deste boletim). No cenário adverso, após um aumento de 8,1% em 2022, os preços voltam a subir 8% no ano seguinte e 5,1% em 2024 (Gráfico C2.2 – Painel C). Em 2025, estima-se uma inflação ainda acima do objetivo do BCE, refletindo o impacto dos choques de natureza interna, que é apenas parcialmente compensado pelo desvanecimento dos choques de origem externa — num contexto de normalização do mercado do petróleo e, em menor grau, do mercado do gás.

Os resultados apresentados são ilustrativos, sendo que os choques mencionados não têm que se materializar em conjunto ou em simultâneo. Adicionalmente, o cenário foi simulado num quadro de políticas invariantes, mantendo-se os pressupostos para as políticas monetária e orçamental idênticos aos assumidos nas projeções deste boletim.

Gráfico C2.2 • PIB, taxa de desemprego e inflação na projeção e no cenário adverso e impactos dos choques | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A inflação é medida pela taxa de variação do IHPC.

Caixa 3 • O impacto redistributivo de medidas recentes de apoio ao rendimento das famílias

Ao longo de 2022 foram sendo anunciadas medidas temporárias de reforço do rendimento das famílias para mitigar os efeitos da inflação. Estas incluem o pacote "famílias primeiro" (Decreto-Lei n.º 57-C/2022, de 6 de setembro) e o apoio extraordinário para as famílias mais vulneráveis (Decreto-Lei n.º 28-A/2022, de 25 de março).⁴ A análise estender-se-á também às alterações em sede de IRS apresentadas na proposta de Orçamento do Estado para 2023. Tendo por base a distribuição de rendimento e as regras que regem os impostos diretos e as transferências sociais⁵, o modelo de microsimulação EUROMOD⁶ permite quantificar o impacto direto destas medidas no rendimento disponível dos diferentes grupos da população.

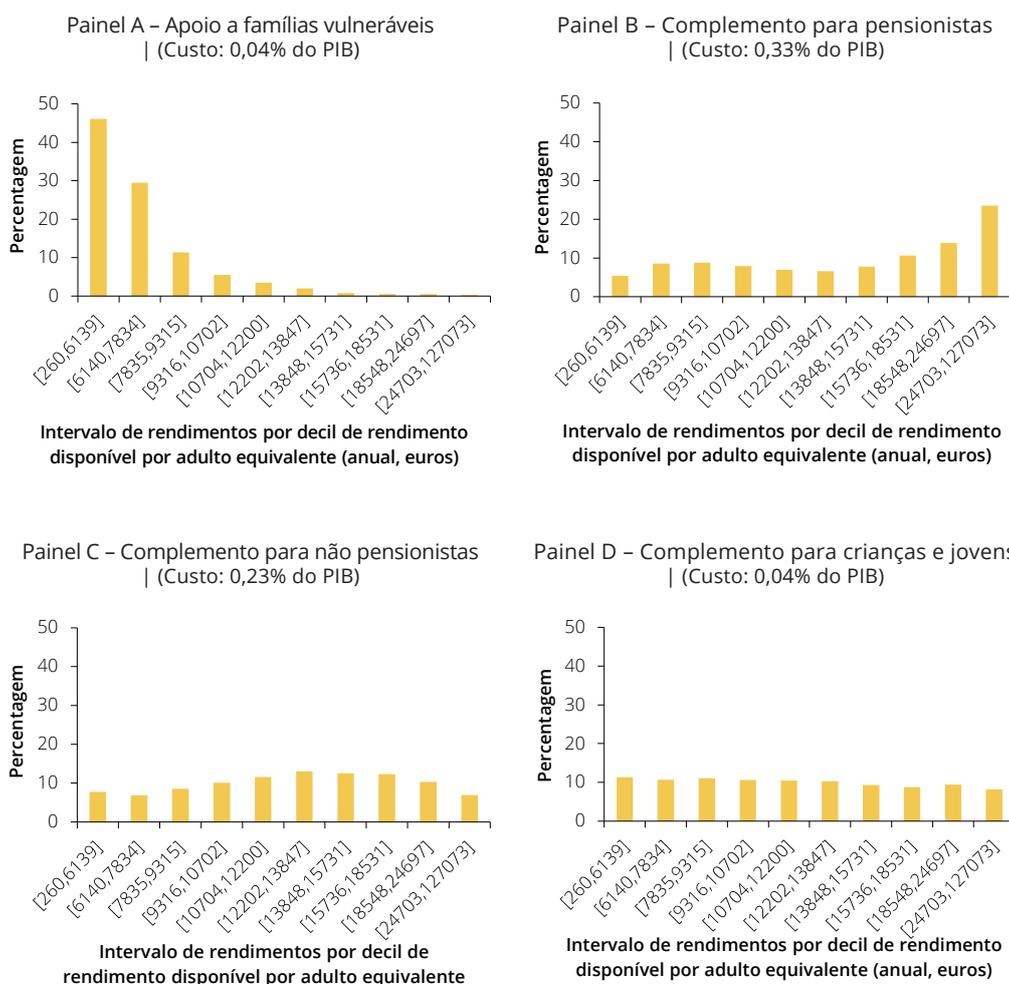
O apoio extraordinário de 120 euros às famílias mais vulneráveis teve um impacto concentrado nos decis de rendimento mais baixos. Esta prestação incluía condições de recursos restritivas, sendo apenas atribuída aos beneficiários da tarifa social de eletricidade, de prestações sociais mínimas⁷ ou do abono de família se situados nos dois primeiros escalões desta prestação. Desta forma, os montantes foram canalizados maioritariamente para os agregados de menor rendimento (Gráfico C3.1). Esta medida contribuiu, em particular, para aumentar o rendimento disponível por adulto equivalente dos agregados do primeiro decil em 1,3% (Gráfico C3.2).

O pacote "famílias primeiro" teve um impacto sobre o rendimento transversal aos diferentes decis, embora tenha um peso decrescente com o rendimento. O complemento excecional para pensionistas equivalente a 50% da pensão mensal (complemento para pensionistas) teve um impacto em percentagem do rendimento mais pronunciado até ao terceiro decil, apesar de ser proporcional à pensão recebida (Gráfico C3.2).⁸ Este perfil resulta em parte de uma maior concentração de agregados com pensionistas nestes três decis: cerca de 60% do total de agregados, o que compara com 40% nos restantes sete decis. O apoio extraordinário de 125 euros para titulares de rendimentos e prestações sociais (complemento para não pensionistas) teve um impacto percentual no rendimento disponível decrescente com o rendimento. Esta medida teve ainda relevância no último decil, dado que a condição de rendimentos mensais declarados à segurança social inferiores a 2700 euros foi aplicada individualmente e não à média do agregado familiar. O complemento excecional de 50 euros por criança ou jovem teve um peso diminuto no rendimento disponível, por abranger apenas cerca de 30% dos agregados. Estas medidas (incluindo o apoio às famílias vulneráveis) tiveram um impacto maior no rendimento do primeiro decil, permitindo um reforço médio de 4,4% (208 euros) do rendimento disponível por adulto equivalente,

4. Foram também implementadas medidas de mitigação do aumento dos preços, como a redução dos impostos sobre os combustíveis, que não são analisadas nesta caixa.
5. A distribuição do rendimento decorre do inquérito às condições de vida e rendimento (EU-SILC, no acrónimo inglês) de 2020 (que reporta a rendimentos de 2019) atualizado para 2022 e 2023. Para mais detalhes relativamente à atualização das variáveis monetárias e das regras de impostos e benefícios no EUROMOD para 2022, ver apêndice A em Narazani et al. (2022), "O papel das prestações familiares na redução da pobreza infantil em Portugal", *Revista de Estudos Económicos*, Volume VIII, n.º 4, outubro 2022.
6. 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/>.
7. São prestações sociais mínimas o complemento solidário para idosos, o rendimento social de inserção, a pensão social de invalidez do regime especial de proteção na invalidez, o complemento da prestação social para a inclusão, a pensão social de velhice e o subsídio social de desemprego.
8. Esta medida foi anunciada em conjunto com uma atualização das pensões abaixo do previsto na regra de atualização regular em 2023. Face a um cenário de políticas invariáveis, em que seria aplicada a atualização das pensões de acordo com a lei, estas medidas não tiveram qualquer impacto no nível de rendimentos conjunto de 2022 e 2023. A informação do gráfico C3.2 permite calcular o impacto das medidas recentes tendo em conta este cenário de políticas invariáveis, bastando subtrair do total o impacto do complemento para pensionistas.

o que compara com 1,5% (215 euros) para a população em geral. Apesar de existir uma medida específica dirigida aos agregados familiares com crianças e jovens, o aumento estimado do rendimento disponível por adulto equivalente é ligeiramente menor nestes agregados, situando-se em 1,2%, dado que estas famílias beneficiam em menor grau do complemento para pensionistas.

Gráfico C3.1 • Distribuição das transferências para as famílias por decil de rendimento | Em percentagem do custo orçamental total

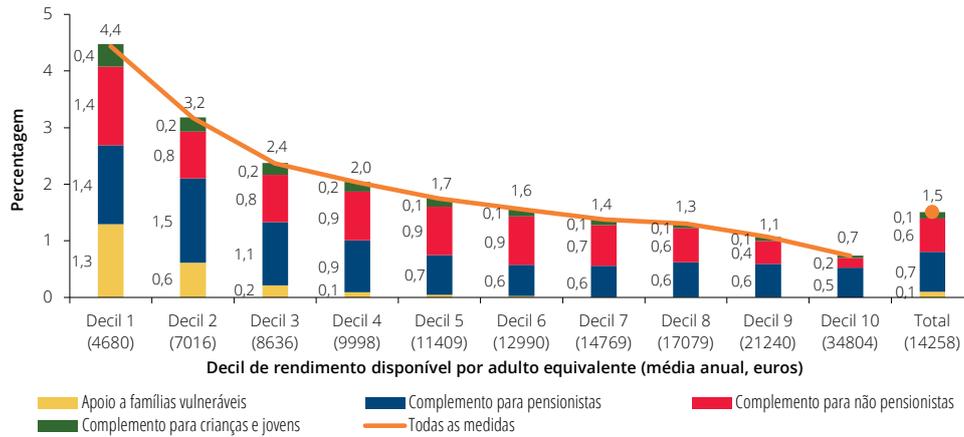


Fonte: Cálculos do Banco de Portugal baseados em simulações do EUROMOD e nos dados do EU-SILC. | Notas: Os agregados são distribuídos pelos decis tendo em consideração o seu rendimento disponível por adulto equivalente no cenário base de 2022 (sem medidas). O cálculo do rendimento disponível por adulto 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. Painel B: Ao contrário das restantes medidas, o complemento para pensionistas é sujeito a IRS e o seu custo orçamental é medido em termos líquidos de imposto a pagar.

As alterações ao IRS introduzidas pelo Orçamento do Estado para 2023 têm um impacto relativamente limitado, afetando em proporção semelhante o rendimento disponível dos diferentes decis (Gráfico C3.3). A reforma do mínimo de existência tem um efeito mais relevante entre o segundo e o quarto decil, afetando menos o primeiro decil, em que o IRS pago era já bastante reduzido. Por seu turno, a diminuição da taxa marginal de IRS do segundo escalão de 23% para 21% e a atualização dos limites dos escalões em 5,1% — face a um cenário de manutenção destes

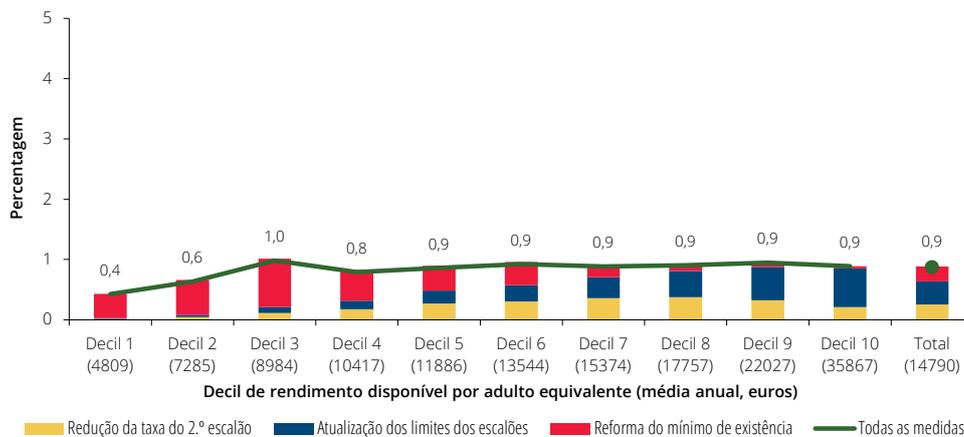
limites — têm um impacto crescente com o rendimento. Estas duas alterações são mais relevantes nos decis em que o imposto tem um peso maior. Tanto no cenário base como nos cenários em que são incluídas as alterações ao IRS, os rendimentos do trabalho evoluem à taxa prevista para os salários médios por trabalhador neste boletim e as pensões de acordo com a atualização anunciada pelo Governo para 2023. Em média, o conjunto destas alterações aumenta o rendimento disponível por adulto equivalente em 0,9%. A progressividade do imposto não é significativamente alterada por estas medidas, que conduzem a uma ligeira redução da taxa de imposto em todos os decis.

Gráfico C3.2 • Impacto das transferências para as famílias por decil de rendimento | Em percentagem do rendimento disponível por adulto equivalente



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal baseados em simulações do EUROMOD e nos dados do EU-SILC. | Notas: Os agregados são distribuídos pelos decis tendo em consideração o seu rendimento disponível por adulto equivalente no cenário base de 2022 (sem medidas). 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.

Gráfico C3.3 • Impacto das alterações ao IRS no Orçamento do Estado para 2023 | Em percentagem do rendimento disponível por adulto equivalente



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal baseados em simulações do EUROMOD e nos dados do EU-SILC. | Notas: Os agregados são distribuídos pelos decis tendo em consideração o seu rendimento disponível por adulto equivalente no cenário base de 2023 (sem medidas). 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 • Efeito da inflação e da subida das taxas de juro sobre a situação financeira das famílias

A subida da inflação e das taxas de juro aumenta a pressão sobre os orçamentos das famílias. Estes choques têm impactos diferenciados nas famílias, em função das suas características socioeconómicas, que é importante ter em conta para perspetivar a evolução da economia e para avaliar a oportunidade e o desenho da resposta de política.

Esta caixa analisa, para famílias de diferentes níveis de rendimento, o efeito conjugado de três fatores: (i) a variação esperada do rendimento em 2022 e 2023, (ii) o aumento do serviço da dívida e (iii) o aumento da despesa nominal em bens alimentares e energéticos devido aos preços mais elevados estimados para 2022-23. Para este último exercício foi necessário assumir, para cada quintil, que as quantidades consumidas totais se mantêm idênticas às de 2021 e que a estrutura de consumo por tipo de bens e serviços é igual à de 2015, último ano com dados conhecidos.

O objetivo é obter uma medida da variação do rendimento que sobra depois de assegurado o serviço da dívida e pagas as despesas em bens “essenciais” (aproximadas pelos gastos em bens alimentares e energéticos).

O exercício tem por base um conjunto de hipóteses simplificadoras, em particular acerca da capacidade de ajustamento das famílias aos choques de inflação e taxa de juro. Atendendo à dimensão e à persistência dos choques, será de esperar um ajustamento da despesa em bens não essenciais ou outras alterações do cabaz de consumo, a utilização de poupanças acumuladas, incluindo para redução da dívida — que se tornou mais onerosa —, e um aumento do número de horas trabalhadas, entre outros aspetos.

Os resultados demonstram a heterogeneidade do impacto da inflação e taxa de juro entre os diferentes agregados, consoante o rendimento auferido. Os quintis de rendimento mais baixo têm, no conjunto dos dois anos, aumentos maiores de rendimento. No entanto, para as famílias com crédito a taxa variável dos dois primeiros quintis o aumento do rendimento não cobre o das despesas em bens essenciais e do serviço da dívida. Ainda assim, o valor da diferença é reduzido, não ultrapassando 20% do valor global de que as famílias terão beneficiado, em média, com as moratórias e a taxa de esforço média destas famílias mantém-se abaixo de 25%, com um aumento em 2023 face a 2021 de 1,7 pp.

A evolução dos agregados macroeconómicos utilizados no exercício está ancorada nas projeções para 2022 e 2023 apresentadas neste Boletim. No caso do rendimento, consideraram-se as variações diferenciadas das seguintes componentes do rendimento disponível: rendimento do trabalho por conta de outrem, rendimento do trabalho por conta própria, rendas (incluindo rendas imputadas), prestações sociais, juros efetivamente recebidos e outros rendimentos, impostos diretos e contribuições sociais. Para a distribuição por classes de rendimento utiliza-se a informação disponível mais recente do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF 2020), do Inquérito às Condições de Vida e Rendimento (EU-SILC 2020) e do Inquérito ao Emprego. Quando não existe informação desagregada que permita diferenciar a evolução de uma componente do rendimento de acordo com as características das famílias, a variação média é aplicada a todas as famílias mantendo-se a distribuição do ano base. É o caso do rendimento do trabalho por conta própria, das rendas (incluindo rendas imputadas), dos juros efetivamente recebidos e dos outros rendimentos.

No caso das variações do rendimento do trabalho por conta de outrem, a distribuição por quintis de rendimento é calculada a partir dos dados do ISFF 2020, que tem 2019 como ano de referência. A utilização de dados de um período anterior como ponto de partida não invalida as conclusões do exercício, uma vez que a distribuição do rendimento pelos diferentes tipos de famílias tem uma natureza estrutural. Neste exercício, a variação das remunerações é obtida como a soma

de dois efeitos. O primeiro é o efeito das transições no mercado de trabalho, que em 2022 é calculado como no Tema em destaque do *Boletim Económico* de outubro⁹ e que em 2023 se assume negligenciável. O segundo é o efeito dos aumentos salariais em 2022 e 2023, calculado para cada indivíduo de acordo com a sua situação: a receber um salário igual ou inferior ao salário mínimo ou superior; ser funcionário público ou trabalhador no setor privado. As variações salariais consideradas para estes subgrupos são as que estão subjacentes ao cenário macroeconómico apresentado neste Boletim.

Nas prestações sociais, os impactos das medidas de política distribuem-se por quintil de rendimento utilizando os valores resultantes das simulações no modelo de microsimulação EUROMOD¹⁰ dos choques permanentes em 2022 e em 2023 (aumentos regulares e extra de pensões, e reforço do abono de família e do complemento solidário para idosos) e dos choques que têm um impacto no rendimento positivo em 2022 e negativo de igual magnitude em 2023 (pacote "famílias primeiro").

A variação dos impostos diretos por quintil de rendimento considera taxas médias de imposto por quintil aplicadas à variação do rendimento bruto e os efeitos das alterações legislativas em 2023. A variação projetada para o valor agregado das contribuições sociais é distribuída pelos quintis de rendimento de acordo com a distribuição das remunerações obtida no exercício.

O exercício combina as variações do rendimento com os aumentos dos encargos com a dívida e da despesa com bens alimentares e energéticos devida ao aumento dos preços. A variação projetada no cenário macro para os juros efetivamente pagos e as amortizações é aplicada às prestações do serviço da dívida a taxa variável por quintil de rendimento obtida no ISFF 2020.

Para obter o aumento da despesa com bens alimentares e energéticos aplica-se à despesa de 2021 a variação média anual projetada para os preços destes bens em 2022 e 2023.¹¹ O peso desta despesa para cada quintil de rendimento é obtida utilizando a distribuição do consumo total por quintil do ISFF 2020 e os pesos dos bens alimentares e energéticos na despesa total de cada quintil do IDEF 2015.

O Quadro C4.1 apresenta os resultados do exercício para a totalidade das famílias, distribuídas por quintis de rendimento por adulto equivalente.¹² As famílias dos diferentes quintis são muito heterogéneas em termos da situação no mercado de trabalho e de escolaridade. As famílias do primeiro quintil, por exemplo, têm a menor proporção de empregados e a maior proporção de reformados e de desempregados. Neste quintil, em 70,9% das famílias a pessoa de referência tem uma escolaridade inferior ao 9.º ano. Estas diferenças condicionam o rendimento de partida, bem como os impactos dos choques analisados neste exercício.

Em 2022, a variação do rendimento médio é decrescente com o nível de rendimento, sendo particularmente elevada no primeiro quintil, o que reflete: i) o facto de o aumento do emprego se concentrar neste grupo de famílias, ii) o aumento dos salários ser mais marcado para este quintil, pela maior incidência do salário mínimo nacional; iii) a concentração da quase totalidade do apoio extraordinário a famílias vulneráveis neste quintil, que também beneficia proporcionalmente mais do complemento para pensionistas.

9. Ver Tema em destaque "Efeitos distributivos sobre as famílias da evolução económica recente", *Boletim Económico* de outubro de 2022.

10. 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/>.

11. Os preços dos bens alimentares aumentam 11,4 e 9,3% em 2022 e 2023, respetivamente, enquanto o aumento dos bens energéticos é de 24,3 e 3,6% no mesmo período.

12. O cálculo do rendimento por adulto equivalente é baseado na escala de equivalência da OCDE modificada, que atribui um peso de 1,0 ao primeiro adulto do agregado familiar, 0,5 aos restantes adultos e 0,3 a cada criança (consideram-se crianças os indivíduos com idade inferior a 14 anos).

Por sua vez, o efeito do aumento dos preços dos bens alimentares e energéticos é mais acentuado no primeiro quintil de rendimento. Estes bens pesam cerca de 35% no cabaz de consumo do total das famílias, assumindo maior expressão na despesa das famílias de menor rendimento comparativamente às de maior rendimento (43% e 27%, respetivamente no primeiro e último quintis).

O aumento do serviço da dívida é moderado, uma vez que apenas 30% das famílias têm dívida com taxa de juro variável. O impacto medido em percentagem do rendimento disponível é relativamente próximo entre os vários quintis, o que conjuga, entre outros fatores, o facto de a percentagem de famílias endividadas nos primeiros quintis ser menor, com o menor rendimento disponível nestes quintis.

A variação do rendimento que fica disponível para outros fins depois de cumpridas as obrigações com o serviço da dívida e pagas as despesas em bens “essenciais”, é positivo em todas as classes de rendimento. O impacto líquido médio é de 1,5% para o conjunto das famílias e ascende a 3,4% no primeiro quintil.

Em 2023, os efeitos do aumento das taxas de juro sobre o serviço da dívida são maiores, refletindo as subidas observadas ao longo de 2022 e esperadas em 2023. A subida das taxas dos depósitos é muito inferior à dos empréstimos, pelo que o seu impacto nos juros recebidos é modesto e inferior, em média, ao do serviço de dívida em todos os quintis. Por sua vez, os efeitos negativos do aumento dos preços dos bens alimentares e energéticos são menores do que os observados em 2022.

O impacto líquido é crescente com o rendimento, sendo positivo em todos os quintis exceto nos dois primeiros. Para as famílias do primeiro quintil, o impacto líquido é, em média, negativo (-2,1% do rendimento disponível), refletindo um menor aumento do rendimento e um efeito mais marcado do aumento dos preços dos bens alimentares e energéticos face aos restantes quintis. Para estas famílias é particularmente relevante o impacto negativo sobre o rendimento do desaparecimento das medidas extraordinárias aplicadas em 2022, nomeadamente o apoio às famílias vulneráveis. Estas medidas correspondem a um benefício médio de cerca de 500 euros por família no primeiro quintil, ou seja 3% do rendimento disponível anual.

Os resultados das simulações são obtidos também para o subconjunto das famílias com dívida a taxa variável (Quadro C4.2). Estas famílias, que são as que neste exercício estão expostas ao choque de taxa de juro, representam cerca de 30% do total das famílias. As famílias com empréstimos a taxa variável repartem-se de forma muito desigual entre os diferentes quintis de rendimento. Mais de metade das famílias com dívida a taxa de juro variável pertencem aos dois quintis de maior rendimento e apenas 8% pertencem ao primeiro quintil. Em todos os quintis, a pessoa de referência está empregada em pelo menos 85% das famílias e tem o ensino secundário ou superior em pelo menos 40%.

Em 2021, o ano base do exercício, as famílias com dívida a taxa variável têm em média um rendimento mais elevado do que as restantes, exceto no último quintil. Em particular, no primeiro quintil o rendimento médio das famílias com dívida é 20% superior ao do conjunto das famílias deste quintil. A dívida média a taxa variável situa-se entre cerca de 57 mil euros nos dois primeiros quintis de rendimento e 83 mil euros no último quintil. O serviço da dívida total para estas famílias, que inclui as prestações de todos os empréstimos destas famílias (incluindo de taxa fixa) ascende a 4178 euros/ano, em média, para as famílias de menor rendimento e a 7072 euros/ano para as de maior rendimento. O valor médio da dívida com taxa variável das famílias no primeiro quintil apresenta-se relativamente elevado face ao rendimento anual total, o que pode indiciar que estas famílias têm outras formas de riqueza ou património — recorde-se que 40% tem ensino secundário ou superior — que pode ser utilizado para avaliação da respetiva capacidade de endividamento.

Quadro C4.1 • Impacto da inflação e do aumento das taxas de juro na situação financeira das famílias, por quintil de rendimento – todas as famílias

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Total
Situação em 2021						
Número de famílias (milhares)						
	809	807	810	812	804	4042
Situação no mercado de trabalho (percentagem no total)						
Empregado	39,2	58,0	62,4	69,0	69,0	59,5
Desempregado	7,0	4,6	4,0	1,7	0,5	3,6
Reformado	43,4	33,7	29,9	27,8	29,8	32,9
Outra situação	10,4	3,6	3,7	1,6	0,7	4,0
Nível de escolaridade (percentagem no total)						
Menor do que 9.º ano	70,9	51,4	45,3	27,2	10,7	41,1
Menor do que secundário	11,4	23,7	19,6	23,0	13,8	18,3
Secundário ou pós secundário	13,1	18,8	19,7	21,5	20,2	18,7
Superior	4,6	6,1	15,4	28,3	55,3	21,9
Valores médios anuais por família em 2021 (em euros)						
Rendimento disponível excluindo juros	15 006	22 868	30 213	39 984	78 184	37 202
Juros efetivamente recebidos	96	128	139	290	878	305
Despesa em bens alimentares e energéticos	9427	11 883	11 413	13 785	13 294	11 960
Serviço da dívida (anual)	810	1638	1701	2410	3421	1994
Por memória:						
N.º de famílias com dívida a taxa variável (%)	12,2	25,2	28,2	42,1	42,1	30,0
Variações médias anuais por família, em euros						
2022						
Rendimento disponível excluindo juros	1882	1910	2044	2430	3803	2412
Juros efetivamente recebidos	4	5	6	12	37	13
– Despesa em bens alimentares e energéticos	1333	1703	1644	1984	1929	1719
– Serviço da dívida	50	101	132	205	247	147
Impacto líquido	503	111	274	253	1 663	559
2023						
Rendimento disponível excluindo juros	555	1158	1444	2060	3626	1767
Juros efetivamente recebidos	57	76	83	173	524	182
– Despesa em bens alimentares e energéticos	859	1072	1026	1240	1189	1077
– Serviço da dívida	117	237	309	480	580	344
Impacto líquido	-363	-74	191	513	2 382	527
Variações médias anuais por família						
Em percentagem do rendimento disponível do ano anterior						
2022						
Rendimento disponível excluindo juros	12,5	8,4	6,8	6,1	4,9	6,5
Juros efetivamente recebidos	0,03	0,02	0,02	0,03	0,05	0,03
– Despesa em bens alimentares e energéticos	8,9	7,4	5,4	5,0	2,5	4,6
– Serviço da dívida	0,3	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4
Impacto líquido	3,4	0,5	0,9	0,6	2,1	1,5
2023						
Rendimento disponível excluindo juros	3,3	4,7	4,5	4,9	4,4	4,5
Juros efetivamente recebidos	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5
– Despesa em bens alimentares e energéticos	5,1	4,3	3,2	2,9	1,4	2,7
– Serviço da dívida	0,7	1,0	1,0	1,1	0,7	0,9
Impacto líquido	-2,1	-0,3	0,6	1,2	2,9	1,3

Fonte: Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores apresentados no quadro são valores médios por família. Os quintis de rendimento líquido são calculados por adulto equivalente e referem-se ao total das famílias no período base do exercício. A situação em 2021 é a do ISFF 2020. Os valores médios anuais em 2021 estão ancorados no cenário macro e repartidos por quintis de rendimento de acordo com o ISFF 2020. O rendimento evolui em linha com as hipóteses do cenário macroeconómico para as várias componentes, a despesa em bens alimentares e energéticos varia na proporção do aumento de preços projetados para estes itens do IHPIC e os juros recebidos/serviço da dívida refletem os aumentos das taxas de juro observados e projetados tendo em conta as hipóteses para as taxas de juro.

No subconjunto de famílias com dívida a taxa de juro variável, a variação do rendimento em 2022 não é muito diferente, em euros, da do conjunto das famílias, mas a variação do serviço da dívida é, naturalmente, muito superior em todos os quintis. O impacto líquido dos aumentos do rendimento, dos preços e das taxas de juro é negativo em 2022 para todos quintis, exceto o de maior rendimento. A redução do rendimento deduzido de encargos com dívida e despesa em bens essenciais, em percentagem do rendimento disponível, é de 1,2% e 1,8% nos dois primeiros quintis.

Em 2023, entre as famílias com empréstimos a taxa variável, não há diferenças assinaláveis entre os vários quintis na variação percentual do rendimento (6,1% no primeiro quintil e 5,4% no último). O impacto líquido do aumento do rendimento disponível, dos encargos com a dívida e do aumento dos preços dos bens alimentares e energéticos volta a ser negativo, em média, para as famílias dos dois primeiros quintis (-2,4% e -1,0% do rendimento do respetivo quintil) mas é positiva nos restantes.

Os resultados do exercício sugerem que a generalidade das famílias consegue manter um volume de consumo de bens essenciais igual ao de 2021 e satisfazer o serviço da dívida a partir do rendimento corrente, sem pôr em causa outro tipo de despesas. Para as famílias endividadas do primeiro quintil de rendimento — que representam apenas 2,4% do total de famílias — a capacidade de ajustamento deverá ser mais exigente. Ainda assim, a taxa de esforço destas famílias é de 22,7% em 2021, permanece estável em 2022 (22,6%), subindo apenas ligeiramente, menos de 2 pp, para 24,4% em 2023. As famílias com dívida têm uma situação no mercado de trabalho mais favorável e escolaridade mais elevada do que as restantes nesse segmento. É possível também que este grupo de famílias tenha acumulado poupança durante a pandemia¹³, num contexto de maior incerteza e limitações ao consumo de diversos bens e serviços, e beneficiando das medidas de apoio, em particular, das moratórias de crédito. Uma estimativa com base na informação da Central de Responsabilidade de crédito (CRC) indica que cerca de 400 mil famílias recorreram a moratória, com um benefício médio por família de cerca de 3700 euros (2900 euros para as famílias com escolaridade igual ou menor do que o ensino básico e 4500 para as famílias com o ensino superior).

A análise revela que as famílias com dívida do primeiro quintil necessitariam, para manter as quantidades de consumo de bens essenciais e o serviço de dívida, de um montante líquido adicional de 699 euros em 2023 face a 2021. Este valor corresponde a 19% do montante total de que as famílias beneficiaram, em média, com as moratórias.

A identificação de situações de vulnerabilidade com base nestes resultados deve ser tomada com cautela pois os resultados referem-se às médias por quintil de rendimento. Além disso, deve ter-se presente que o exercício não tem em conta eventuais decisões tomadas pelas famílias em resposta aos choques, em particular, o ajustamento do cabaz de consumo para mitigar o impacto da inflação e o recurso às poupanças acumuladas para amortecer o choque sobre o consumo ou amortizar dívida — sendo a sua renegociação também uma possibilidade.

A simulação, ao não considerar a possibilidade de substituição do consumo de bens com subidas de preços mais marcados, sobrestima os impactos do choque da inflação. Por exemplo, o aumento do preço dos combustíveis pode levar as famílias a optar por uma maior utilização de transportes públicos, com menores custos, em detrimento de viatura própria, uma opção que se torna mais provável no contexto de congelamento de preços dos transportes públicos urbanos.

13. Existe evidência de que o aumento da poupança durante a crise pandémica foi transversal a todos os grupos de família, embora mais concentrado nos de maior rendimento (Caixa: A poupança das famílias durante a crise pandémica, do *Boletim Económico* de dezembro de 2021).

Quadro C4.2 • Impacto da inflação e do aumento das taxas de juro na situação financeira das famílias, por quintil de rendimento | Famílias com dívida a taxa de juro variável

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Total
Situação em 2021						
Número de famílias (milhares)						
	99	203	229	342	338	1211
Situação no mercado de trabalho (percentagem no total)						
Empregado	85,9	91,9	88,7	87,6	89,8	89,0
Desempregado	8,6	2,5	5,3	2,1	0,2	2,8
Reformado	3,9	4,4	5,7	9,4	9,6	7,5
Outra situação	1,5	1,3	0,3	0,9	0,4	0,8
Nível de escolaridade (percentagem no total)						
Menor do que 9.º ano	30,9	29,9	27,5	15,6	5,5	18,7
Menor do que secundário	28,4	29,9	23,7	21,5	11,4	21,1
Secundário ou pós secundário	25,3	31,4	24,4	25,7	21,3	25,1
Superior	15,5	8,8	24,4	37,2	61,8	35,1
Valores médios por família, em euros						
Rendimento disponível excluindo juros	18334	25805	32416	40923	74969	44441
Juros efetivamente recebidos	60	81	94	215	517	242
Despesa em bens alimentares e energéticos	11965	14542	12152	14502	13224	13501
Serviço da dívida (anual)	4178	4360	4689	4585	7072	5228
Por memória: dívida com taxa de juro variável	57392	56445	65719	68363	82669	68963
Variações médias anuais por família, em euros						
2022						
Rendimento disponível excluindo juros	1884	2021	2081	2328	3664	2566
Juros efetivamente recebidos	3	3	4	9	22	10
– Despesa em bens alimentares e energéticos	1692	2084	1750	2087	1919	1944
– Serviço da dívida (anual)	408	401	467	486	588	490
Impacto líquido	-214	-461	-133	-236	1178	142
2023						
Rendimento disponível excluindo juros	1233	1626	2057	2502	4272	2662
Juros efetivamente recebidos	36	48	56	128	309	144
– Despesa em bens alimentares e energéticos	1090	1312	1092	1305	1182	1214
– Serviço da dívida (anual)	664	653	760	791	956	798
Impacto líquido	-485	-290	260	535	2442	794
Variações médias anuais por família						
Em percentagem do rendimento disponível do ano anterior						
2022						
Rendimento disponível excluindo juros	10,3	7,8	6,4	5,7	4,9	5,8
Juros efetivamente recebidos	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,02
– Despesa em bens alimentares e energéticos	9,2	8,1	5,4	5,1	2,6	4,4
– Serviço da dívida (anual)	2,2	1,6	1,4	1,2	0,8	1,1
Impacto líquido	-1,2	-1,8	-0,4	-0,6	1,6	0,3
2023						
Rendimento disponível excluindo juros	6,1	5,8	6,0	5,8	5,4	5,7
Juros efetivamente recebidos	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3
– Despesa em bens alimentares e energéticos	5,4	4,7	3,2	3,0	1,5	2,6
– Serviço da dívida (anual)	3,3	2,3	2,2	1,8	1,2	1,7
Impacto líquido	-2,4	-1,0	0,8	1,2	3,1	1,7

Fonte: Banco de Portugal e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores apresentados no quadro são valores médios por família. Os quintis de rendimento líquido são calculados por adulto equivalente e referem-se ao total das famílias no período base do exercício. A situação em 2021 é a do ISFF 2020. Os valores médios anuais em 2021 estão ancorados no cenário macro e repartidos por quintis de rendimento de acordo com o ISFF 2020. O rendimento evolui em linha com as hipóteses do cenário macroeconómico para as várias componentes, a despesa em bens alimentares e energéticos varia na proporção do aumento de preços projetados para estes itens do IHPC e os juros recebidos/serviço da dívida refletem os aumentos das taxas de juro observados e projetados tendo em conta as hipóteses para as taxas de juro.

No caso do fornecimento de gás natural, a possibilidade de mudança do mercado liberalizado para o mercado regulado — permitida desde outubro de 2022¹⁴ — pode traduzir-se também em poupanças significativas para as famílias, e que não são contempladas neste exercício. Refira-se ainda que uma análise recente dos preços no comércio online de um cabaz básico de produtos alimentares mostrava uma dispersão significativa dos preços, mesmo em mercados de produtos definidos de uma forma restrita, apontando para poupanças potenciais de substituição entre as alternativas existentes.¹⁵ No entanto, esta capacidade de substituição pode ser limitada para as famílias cujo cabaz de consumo já integra os produtos mais baratos, como será o caso dos agregados de menor rendimento. As decisões de ajustamento do cabaz de consumo dependem das circunstâncias da família, sendo impossíveis de simular no âmbito do exercício.

Em termos agregados, a posição financeira das famílias registou uma evolução favorável nos últimos anos, com uma redução do rácio de endividamento e um aumento dos ativos detidos, incluindo ativos financeiros facilmente mobilizáveis como os depósitos. Desta forma, as famílias estão, em geral, melhor posicionadas para gerir o impacto da subida das taxas de juro e da inflação, através de uma combinação de redução de despesas não essenciais, diminuição da poupança corrente ou recurso à poupança acumulada. A situação das famílias mais expostas ao impacto dos choques deve continuar a ser monitorizada.

14. Desde outubro de 2022, os consumidores domésticos, com consumos anuais de gás inferiores a 10 000 m³, podem regressar ao mercado regulado de gás natural.

15. Ver Caixa – Evolução dos preços no comércio *online* de um cabaz básico de produtos alimentares, do *Boletim Económico* de outubro de 2022.

Caixa 5 • Uma caracterização das empresas beneficiárias do PRR

Até final de novembro de 2022, a Comissão Europeia transferiu para Portugal 3,3 mil milhões de euros dos 16,6 mil milhões inicialmente atribuídos para financiamento dos investimentos previstos no Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) nacional.¹⁶ Do total transferido, os beneficiários diretos, entidades públicas responsáveis pela execução dos investimentos diretamente especificados no PRR, receberam 638 milhões de euros. Aproximadamente um terço deste montante foi entregue à Secretaria-Geral da Educação e Ciência, responsável pela implementação da “Transição Digital na Educação”. Encontram-se ainda em trânsito 1,5 mil milhões entregues aos chamados beneficiários intermédios, entidades públicas, como o IAPMEI e o Banco Português de Fomento, encarregues de selecionar os beneficiários finais que se candidatam para executar os projetos. O montante já entregue a beneficiários finais, que podem ser entidades públicas ou privadas, corresponde a 488 milhões de euros, muito concentrados em investimentos na melhoria da eficiência energética em edifícios residenciais. Note-se que o pagamento dos fundos aos destinatários finais e diretos não implica necessariamente que os projetos já se encontram em execução.

Os pagamentos efetuados correspondem a 7% da dotação total do PRR. Contudo, as candidaturas já aprovadas de beneficiários diretos ou finais cobrem 62% da dotação (10,3 mil milhões). A maior parte dos cerca de 70 mil beneficiários são particulares: 62 mil indivíduos com pelo menos uma candidatura aprovada e um financiamento médio de 1800 euros, representando 1,3% do total aprovado.¹⁷ Metade do financiamento dirige-se a empresas.

Entre os beneficiários com pelo menos uma candidatura aprovada, 6689 estão presentes nos dados da Informação Empresarial Simplificada (IES) de 2020 e representam 4,0 mil milhões de euros de financiamento (40% do montante total aprovado). O cruzamento entre a IES e os dados detalhados sobre os beneficiários do PRR implica a exclusão não só das famílias, mas também de empresas financeiras, empresários em nome individual, associações, entidades públicas não-empresariais, e empresas criadas em 2021 e 2022 (cobrindo, no seu conjunto, os 60% remanescentes).

Na amostra considerada a maior parte das empresas beneficiárias do PRR são de pequena dimensão: 97% são PMEs (Gráfico C5.1 – Painel A). Em média, cada beneficiário tem apenas um projeto aprovado, sendo que esse valor aumenta com a dimensão da empresa. As grandes empresas reúnem 54% do financiamento coberto nesta amostra. As empresas públicas têm um peso negligenciável no número total de beneficiários, mas concentram mais de metade do financiamento total (Gráfico C5.1 – Painel B).

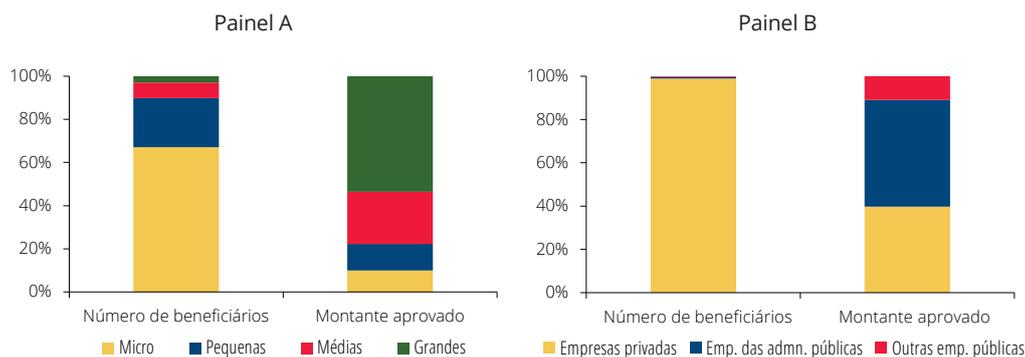
Existe uma elevada dispersão entre as magnitudes dos projetos financiados pelo PRR a executar por empresas. Os projetos de maior envergadura serão implementados por grandes empresas, envolvendo um financiamento médio de 11 milhões de euros, enquanto no caso das microempresas a média se situa em 90 mil euros. Estes valores médios comparam com medianas de 960 mil e 7,9 mil euros, respetivamente nos casos das empresas grandes e das micro, evidenciando

16. O montante total de subvenções atribuídas a Portugal foi recalculado no seguimento do apuramento final das Contas Nacionais de 2020 pelo Eurostat. Não foi ainda divulgado de que forma serão utilizados os 1,6 mil milhões de euros adicionais.

17. A informação detalhada sobre os beneficiários e projetos do PRR é disponibilizada no Portal da Transparência: <https://transparencia.gov.pt/pt/fundos-europeus/prr/pesquisar/projeto>.

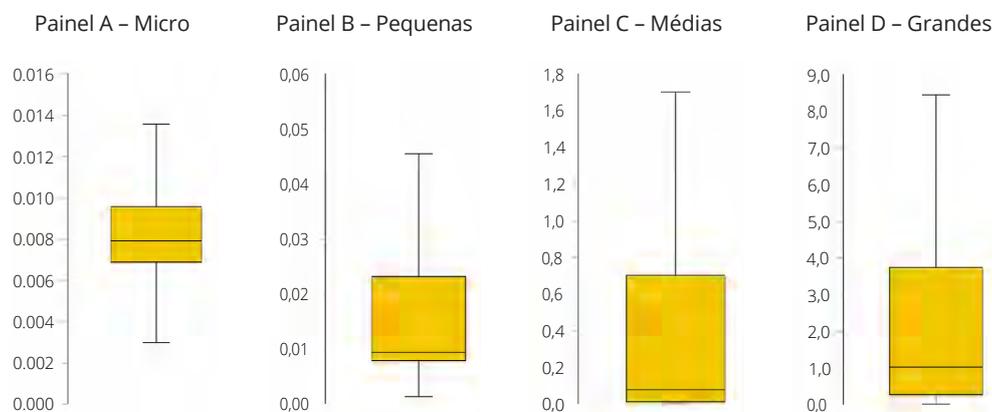
a elevada dispersão existente também entre beneficiários nas mesmas categorias de dimensão (Gráfico C5.2). A dispersão é particularmente elevada entre as grandes empresas, que incluem por exemplo beneficiários diretos responsáveis por grandes projetos de infraestruturas (como a expansão da rede do metro de Lisboa ou Porto ou o reforço das ligações transfronteiriças), bem como executores de investimentos de magnitudes muito pequenas.

Gráfico C5.1 • Caracterização da amostra de empresas beneficiárias do PRR, por dimensão e setor institucional | Em percentagem



Fontes: Portal da Transparência e IES (cálculos do Banco de Portugal).

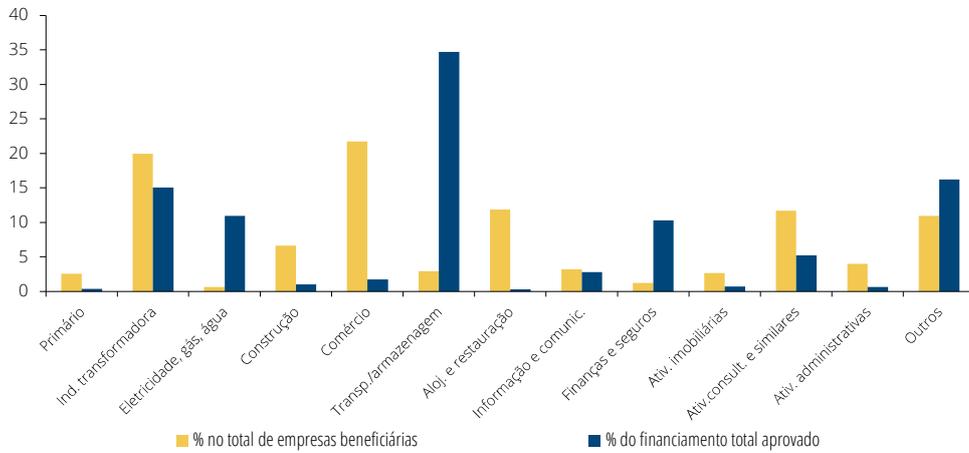
Gráfico C5.2 • Dispersão dos montantes contratualizados, por dimensão da empresa | Em milhões de euros



Fontes: Portal da Transparência e IES (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As caixas representam o intervalo interquartil, correspondendo à diferença entre os percentis 75 e 25 da distribuição, e as linhas horizontais no seu interior representam a mediana. As linhas horizontais exteriores representam o máximo e o mínimo da distribuição excluindo, em ambos os casos, valores atípicos.

Em termos de composição setorial, 41,7% das empresas com candidaturas aprovadas estão concentradas no comércio e na indústria transformadora (Gráfico C5.3). No entanto, o financiamento médio aprovado para empresas destes dois setores corresponde a, respetivamente, 1,7 e 15,0% do montante total nesta amostra. O setor que reúne uma maior percentagem do financiamento aprovado é o dos transportes e armazenagem (34,7%). Neste caso, o montante aprovado está concentrado num número relativamente pequeno de empresas (2,9%) dominado pelos beneficiários diretos executores de grandes projetos de infraestruturas de transportes.

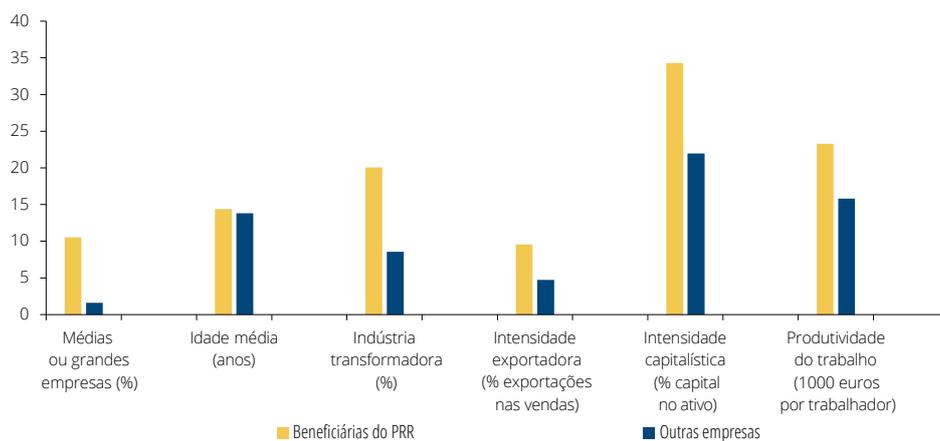
Gráfico C5.3 • Número de beneficiários e montante aprovado, por setor de atividade | Em percentagem do total da amostra



Fontes: Portal da Transparência e IES (cálculos do Banco de Portugal).

Uma comparação simples com as outras empresas não financeiras presentes na IES em 2020 evidencia que o subconjunto das beneficiárias do PRR é muito distinto. As empresas são, em média, maiores, quer em termos de número de trabalhadores, quer no volume de negócios: 10,5% das empresas com financiamento aprovado via PRR são médias ou grandes, enquanto no resto da IES essa percentagem é inferior a 2% (Gráfico C5.4). Estão também mais concentradas no setor das indústrias transformadoras e apresentam um maior pendor exportador. Adicionalmente, as empresas beneficiárias apresentam, em média, níveis mais elevados de *stock* de capital (em percentagem do ativo) e de produtividade do trabalho (medida como o rácio entre o valor acrescentado bruto e o emprego total).

Gráfico C5.4 • Amostra de beneficiárias do PRR versus restantes empresas (2020)



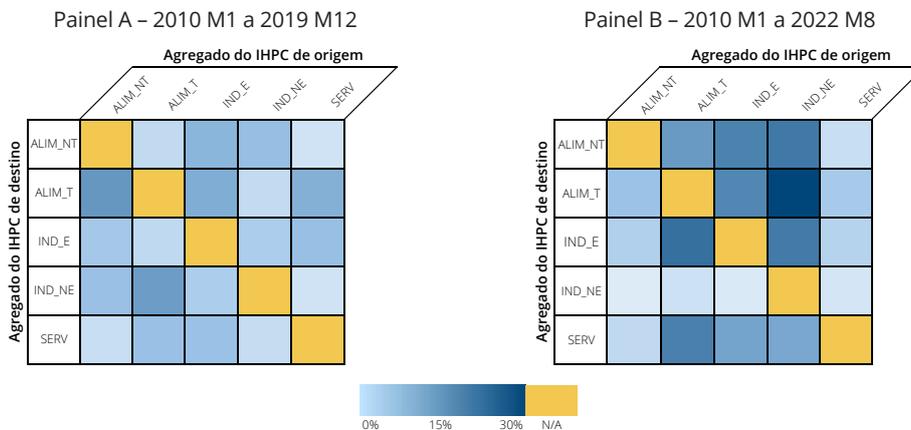
Fontes: Portal da Transparência e IES (cálculos do Banco de Portugal).

Caixa 6 • Aumento dos efeitos de contágio entre as componentes do IHPC

A intensidade e a abrangência das pressões inflacionistas aumentaram ao longo de 2022, para o que contribuiu a propagação da subida dos preços de bens energéticos e alimentares às restantes categorias de bens e serviços do IHPC. A caixa analisa como as taxas de variação homóloga mensais dos preços das principais componentes do IHPC — bens alimentares não transformados, bens alimentares transformados, bens industriais energéticos, bens industriais não energéticos e serviços — são afetadas por choques noutras componentes. Para o efeito, foi estimado um modelo que permite medir o impacto na volatilidade dos preços de cada componente das variações nos preços das restantes, tendo em consideração, também, a evolução de determinantes macroeconómicos da inflação.¹⁸ Estes incluem o preço do petróleo em euros, a taxa de juro de curto prazo, as remunerações por trabalhador e o hiato do desemprego, medido pelo diferencial entre a taxa de desemprego observada e a tendencial.¹⁹

Os resultados mostram que o contágio entre as várias componentes aumentou no período mais recente, uma vez que os choques sobre os preços não só aumentaram de dimensão, mas também estão a ser transmitidos de forma mais intensa através da cadeia de preços. O Gráfico C6.1 apresenta a percentagem da variância de cada componente do IHPC (em linha) não explicada pelas variáveis macroeconómicas após um choque em cada uma das restantes categorias (em coluna), considerando dois períodos amostrais distintos: no Painel A, o período de referência é de janeiro de 2010 a dezembro de 2019 e, no Painel B, são incluídos os dados até agosto de 2022, abrangendo o período da pandemia e a escalada de preços dos últimos meses.

Gráfico C6.1 • Efeitos de contágio de pressões inflacionistas entre as componentes do IHPC para o horizonte temporal de 12 meses | Em percentagem



Fontes: BCE e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: ALIM_NT – Bens Alimentares Não Transformados; ALIM_T – Bens Alimentares Transformados; IND_E – Bens Industriais Energéticos; IND_NE – Bens Industriais Não Energéticos; SERV – Serviços. O efeito de contágio é avaliado pela proporção da variância da taxa de variação homóloga do preço de cada agregado que é explicado por um choque em cada uma das componentes do IHPC, controlando para as variações comuns e generalizadas da economia. A leitura da matriz é a seguinte: cada elemento da matriz representa a percentagem da variância da taxa de variação homóloga do preço da componente da respetiva linha explicada por um choque de um desvio-padrão na taxa de variação homóloga do preço da componente da respetiva coluna. Por exemplo, na matriz da esquerda, o elemento de cor azul mais carregada corresponde à linha dos bens alimentares transformados e à coluna dos bens alimentares não transformados, indicando que os efeitos bilaterais das pressões do segundo para o primeiro são consideráveis, como seria de esperar. O intuito é analisar os efeitos indiretos entre categorias, pelo que os elementos da diagonal, que se baseiam nas funções de resposta a impulso gerais (FRIG) de uma categoria a impulsos em si própria, são omitidos. Os períodos amostrais considerados são de 2010 M1 a 2019 M12 (Painel A) e de 2010 M1 a 2022 M8 (Painel B). O cálculo da decomposição da variância dos erros de previsão é feito a partir das FRIG na linha de Koop et al. (1996).²⁰

18. O método utilizado baseia-se em Diebold, F. X., e Yilmaz, K. (2012) "Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers." *International Journal of Forecasting* 28(1), 57-66 e BIS, "Measuring price spillovers across sectors." *BIS Annual Economic Report 2022* (Box A), 47-49.

19. Para detalhes sobre a metodologia de cálculo da taxa de desemprego tendencial ver Duarte, C., Maria, J. e Sazedj, S. (2020), "Trends and cycles under changing economic conditions," *Economic Modelling*, Elsevier, Vol. 92(C), 126-146.

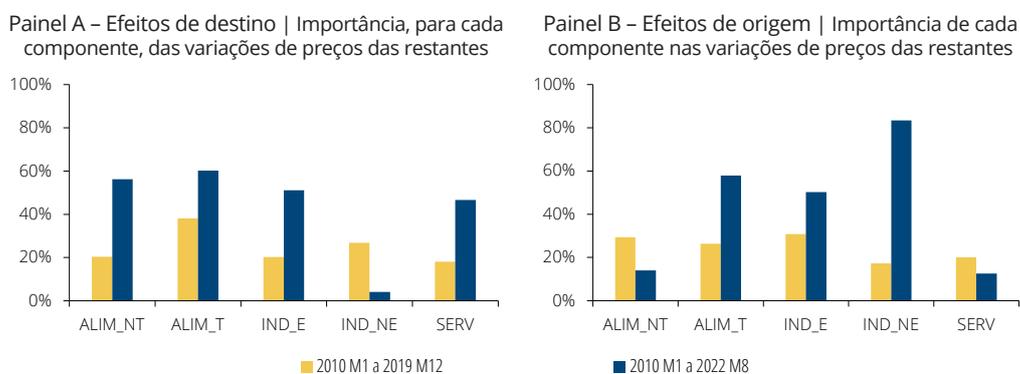
20. Koop, G., Pesaran, M. H., e Potter, S. (1996) "Impulse response analysis in nonlinear multivariate models." *Journal of Econometrics* 74(1), 119-148.

Na década terminada em 2019, destacam-se os efeitos dos choques nos preços dos bens alimentares não transformados sobre os bens alimentares transformados e dos bens energéticos sobre o conjunto dos alimentares, com magnitudes em torno de 15% e os 20%, respetivamente. É visível, igualmente, que a volatilidade dos preços dos serviços é pouco afetada por pressões com origem nos preços das componentes de bens. Ao alargar o período amostral, verifica-se que os efeitos de contágio bilaterais se tornam mais intensos. Neste caso, os bens industriais não energéticos ganham predominância na origem destes efeitos, isto é, no contágio às restantes categorias, influenciando, sobretudo, os preços dos bens alimentares. Este resultado é robusto à inclusão de indicadores de estrangulamentos da oferta como variáveis exógenas. Os choques nos preços dos bens energéticos têm também um impacto significativo na evolução da inflação dos alimentares neste período. Por fim, aumentou a vulnerabilidade dos preços dos serviços a efeitos que advêm de choques nos preços dos bens, que no total atinge 46% (18% no período mais curto).

A análise do efeito agregado de cada componente do IHPC como destino e origem das pressões sobre os preços confirma o aumento das dinâmicas de interligação no período recente. Para esta avaliação, calcularam-se: (i) o efeito de contágio total com destino a cada componente (ou “importadas”), isto é, a percentagem da variação do preço de cada componente que é explicada pela variação dos preços das restantes, e (ii) o efeito total de cada componente como origem (ou “exportadora”) de pressões, correspondendo à percentagem da volatilidade dos preços das outras categorias que é explicado por cada componente, num horizonte de 12 meses (Gráfico C6.2).

Na década que precedeu a pandemia, a componente de bens alimentares transformados é mais afetada por pressões com origem noutras componentes, com os choques nestas componentes a explicarem quase 40% da variação não associada às variáveis exógenas. Em sentido inverso, a categoria dos bens energéticos foi a que mais efeitos indiretos “exportou” para os outros bens e serviços, sendo responsável por 30% da sua variância total. Os bens alimentares são, também, centrais na explicação da variância global dos preços. Ao incluir dados mais recentes, os bens industriais não energéticos assumem maior importância como origem de pressões inflacionistas (83%) e aumenta, também, a relevância dos efeitos desencadeados pelos bens alimentares transformados (58%) e pelos bens energéticos (50%).

Gráfico C6.2 • Destinos e origens dos efeitos de contágio de pressões inflacionistas por componente do IHPC para o horizonte temporal de 12 meses | Em percentagem



Fontes: BCE e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os efeitos de destino são calculados pela soma dos elementos não-diagonais de cada linha da matriz (Painel A). Os efeitos de origem são calculados pela soma dos elementos não-diagonais de cada coluna da matriz (Painel B). Foram considerados dois períodos amostrais: 2010 M1 a 2019 M12 e 2010 M1 a 2022 M8. A especificação do modelo é idêntica à apresentada na nota do gráfico C6.1.



II Tema em destaque

Sobre a análise de políticas públicas
no Banco de Portugal

Sobre a análise de políticas públicas no Banco de Portugal¹

Uma das orientações estratégicas do Banco de Portugal é a partilha do conhecimento com a sociedade e a promoção de um debate público mais esclarecido. A capacidade técnica do Banco permite-lhe promover e informar o debate público sobre a política económica e financeira. Esta partilha contribui para o reforço da confiança na atuação das instituições públicas, indispensável num contexto de maiores níveis de exigência e escrutínio.

A agenda de estudos do Banco de Portugal identifica cinco temas prioritários em conformidade com a sua missão estatutária e com o cumprimento dos seus objetivos estratégicos: (i) políticas do banco central num quadro de mudança; (ii) funcionamento dos mercados e da economia portuguesa; (iii) crescimento, resiliência e equidade da economia portuguesa; (iv) alterações climáticas, demografia e outras transformações em curso; e (v) desenvolvimento de novos modelos e instrumentos analíticos.

A análise do impacto de políticas públicas é transversal a estes temas e assume particular relevância no estudo do crescimento, resiliência e equidade da economia portuguesa e do processo de convergência com a área do euro. O debate e o estudo de questões relacionadas com políticas públicas permitem informar e aconselhar os decisores de política sobre o desenho de políticas direcionadas aos desafios atuais, tais como a promoção da equidade intra e intergeracional ou a transição para uma economia mais verde e digital. Como as políticas públicas afetam em grande medida a alocação de recursos escassos, é essencial conhecer os diferentes efeitos na economia e na sociedade. Os custos financeiros e os custos de oportunidade associados às políticas públicas enfatizam a importância de boas práticas no seu desenho, execução e avaliação. Os métodos de análise desenvolvidos na área da economia são centrais na identificação dos efeitos diretos e indiretos das políticas públicas.

O desenho de políticas públicas combina informação técnica qualitativa e quantitativa com questões económicas, sociais e políticas complexas. Esta complexidade e a necessidade de estabelecer regularidades empíricas independentes do contexto específico de cada país ou região, contribuíram para o desenvolvimento de modelos e métodos de investigação empírica dedicados à identificação dos efeitos das políticas, comumente designados na literatura por efeitos de tratamento. O estudo do impacto das políticas depende da disponibilidade de dados, frequentemente disponibilizados com algum desfasamento temporal. A compilação e produção de dados, como a base de dados de sistemas de incentivos públicos disponibilizada pelo Banco de Portugal aos investigadores através do seu laboratório de investigação em microdados (BPLIM), facilita o estudo rigoroso dos efeitos das políticas económicas.

Não existe uma definição única de políticas públicas. As políticas públicas permitem aos decisores de política intervir na economia para corrigir falhas de mercado, aumentar o bem-estar social e cumprir com a função de redistribuição do rendimento. Assim, consideram-se todas as políticas que afetam a sociedade, como a provisão de bens públicos nas áreas da saúde, educação, justiça e defesa; a redistribuição de rendimentos e proteção social; e a promoção do crescimento económico e da criação de emprego. O salário mínimo nacional, as medidas de apoio à natalidade, a tributação progressiva do rendimento ou os incentivos fiscais atribuídos às empresas que invistam em investigação e desenvolvimento, são exemplos de políticas públicas.

1. Preparado por Sónia Félix e Sharmin Sazedj.

As políticas públicas assumem uma importância acrescida em períodos de crise, como na pandemia de COVID-19. O contexto pandémico gerou a necessidade de intervenção em diversas áreas e revelou a importância das sinergias entre os diferentes setores institucionais. As políticas de saúde pública, como os confinamentos gerais e o uso de máscara obrigatório, contribuíram para conter a disseminação do vírus. As políticas na área da educação permitiram, numa primeira fase, adaptar os métodos educativos ao período de confinamento, e numa segunda fase promover a recuperação de aprendizagens. Por sua vez, as medidas de apoio às empresas, como os esquemas de *layoff*, o apoio aos custos fixos e a suspensão de obrigações fiscais, protegeram a capacidade produtiva da economia. As moratórias de crédito de iniciativa pública e privada e as linhas de crédito com garantia pública permitiram às empresas suprir as necessidades de liquidez imediatas e a constituição de reservas de liquidez. As necessidades de liquidez das famílias foram igualmente atenuadas pelas moratórias de crédito e pelo aumento das prestações sociais. Estas medidas nacionais de política económica, complementadas por medidas europeias de política monetária, prudencial e de supervisão, mitigaram os impactos do choque pandémico nas empresas e nas famílias. No entanto, importa conhecer os custos económicos e os benefícios dos programas de apoio público, nomeadamente através da comparação com os de outros países e de análises rigorosas do cenário contrafactual de ausência de apoio.

O domínio das políticas públicas ultrapassa o âmbito nacional. A pandemia realçou a importância da coordenação de políticas nacionais e supranacionais. Esta coordenação contribuiu para uma recuperação mais rápida da atividade económica em comparação com crises anteriores. Das medidas adotadas na União Europeia, destaca-se o financiamento através do Banco Europeu de Investimento com foco nas pequenas e médias empresas e a emissão de dívida europeia, que possibilitou o instrumento de apoio temporário para preservação do emprego (SURE) e o novo mecanismo temporário e de emergência Next Generation EU. Por seu turno, a adoção do Quadro Temporário de Auxílios de Estado e a suspensão das regras orçamentais facilitaram a coordenação das políticas nacionais e a prossecução de medidas discricionárias de estímulo à economia por parte de todos os estados-membros.

Este tema em destaque revisita a investigação recente desenvolvida no Banco de Portugal dedicada a questões relacionadas com políticas públicas. Nos últimos três anos, esta investigação tem-se centrado no impacto das políticas na área da pobreza, desigualdade e proteção social, educação e formação, políticas fiscais, políticas de concorrência e regulação, e políticas de mitigação do choque pandémico.

Pobreza, desigualdade e proteção social

“The outstanding faults of the economic society in which we live are its failure to provide for full employment and its arbitrary and inequitable distribution of wealth and incomes.”

John M. Keynes

A desigualdade representa um dos desafios mais complexos da sociedade contemporânea. O estudo da desigualdade social nas suas várias vertentes, como a desigualdade de rendimentos, a desigualdade geracional ou a desigualdade entre géneros, é essencial no contexto da avaliação do impacto de políticas públicas no bem-estar económico e social do país. Alves, Cardoso e Monteiro (2020) caracterizam a evolução da desigualdade do rendimento e do consumo das famílias em Portugal entre 1995 e 2015 e encontram uma tendência descendente, apesar de Portugal se manter no terço superior dos países com maior desigualdade na União Europeia. As políticas públicas redistributivas na área da proteção social permitem minorar estas desigualdades. Os autores mostram que o

contributo das transferências sociais (excluindo pensões) para a diminuição da desigualdade do rendimento aumentou substancialmente.

Nas políticas públicas de mitigação de desigualdades destacam-se as políticas de combate à pobreza infantil pelo papel que desempenham na interrupção do ciclo de pobreza e desigualdade sistémica. Narazani, Riscado e Wemans (2022) analisam o impacto dos apoios sociais e benefícios fiscais no combate à pobreza infantil com base no modelo de microsimulação EUROMOD. As autoras analisam a eficácia e a eficiência do abono de família, do rendimento social de inserção e da dedução fiscal por dependente na redução do hiato de pobreza. Os resultados sugerem que atualmente o abono de família é o apoio mais eficaz no combate à pobreza, embora este resultado esteja relacionado com o maior custo orçamental associado à prestação. Através de uma simulação que reforça os três apoios em 0,1% do PIB, conclui-se que o rendimento social de inserção se destaca como o instrumento mais eficiente e eficaz, por se dirigir melhor à população alvo. No entanto, as autoras mostram que o rendimento social de inserção é também o instrumento que gera maiores desincentivos no mercado de trabalho.

Na mesma linha de estudo dos impactos das transferências sociais no combate à pobreza, Hernández, Picos e Riscado (2022) usam o EUROMOD para investigar o impacto de diferentes regimes de rendimentos mínimos garantidos em Espanha e mostram que um aumento da cobertura destas prestações sociais, complementada por um aumento do seu montante, contribuem para a redução da pobreza de forma eficaz.

No âmbito dos estudos relacionados com a proteção social, surge também uma literatura que procura identificar as determinantes do nível ótimo de seguro social. Amador e Rodrigues (2021) desenvolvem um modelo teórico que incorpora um seguro social público contra choques como períodos de desemprego, doença ou deficiência, bem como mudanças no número de crianças ou idosos a cargo. Neste modelo, os agentes tomam decisões de consumo e investimento e afetam recursos a um seguro que dá origem a transferências perante choques adversos. Os autores concluem que o custo de oportunidade de consumir aumenta com o número de elementos inativos por agregado, o que resulta em mais investimento, menos consumo e, conseqüentemente, um seguro menor. Adicionalmente, mostram que maior incerteza, expressa pela maior variância dos choques, aumenta o seguro social ótimo. No entanto, se os choques de dependência adversos estiverem associados a choques tecnológicos positivos, o aumento do seguro social ótimo é menor.

O papel da educação na redução da desigualdade

A proteção social integra políticas para além das prestações sociais. Os serviços públicos nas áreas da saúde e da educação têm impactos redistributivos significativos e são importantes para a interrupção de ciclos de pobreza, que muitas vezes persistem ao longo de gerações. Em Portugal, a transmissão intergeracional da pobreza é elevada (Diogo, 2021), verificando-se uma relação forte entre os salários e a educação dos pais (Causa e Johansson, 2010). Uma análise com base nos dados do módulo *ad hoc* do Inquérito às Condições de Vida e Rendimento do INE, realizado em 2019, mostra forte transmissão intergeracional da educação em Portugal: cerca de 73% dos filhos de pais com ensino superior também completaram o ensino superior enquanto menos de 20% dos filhos de pais com ensino até ao 9.º ano obteve um grau de educação superior (Banco de Portugal, 2022). Assim, as políticas na área da educação promovem uma sociedade mais inclusiva e menos desigual.

Hartog, Raposo e Reis (2022) estudam o impacto da formação secundária profissional na diferenciação dos salários. Os autores sugerem que os benefícios da educação profissional dependem da capacidade de adaptação do currículo às alterações de mercado e da tecnologia. Outro aspeto importante para o desenho das políticas públicas na área da educação é a formação na área

financeira. A literacia financeira é um instrumento importante para capacitar os consumidores com o conhecimento necessário para mitigar eventuais impactos adversos nas suas finanças pessoais, nomeadamente em momentos de mudança do ciclo económico. Assim, os agentes económicos tomam decisões financeiras informadas, com conhecimento dos riscos associados, tornando a economia mais resiliente. Reis e Wemans (2022) analisam a literacia financeira dos jovens em Portugal com base em evidência do *Programme for International Student Assessment (PISA)* de 2018. Os resultados indicam que cerca de 15% dos jovens portugueses revelam elevadas dificuldades nesta área, com uma relação clara entre a literacia financeira e o contexto socioeconómico, relevando a importância de políticas que promovam a igualdade de oportunidades para os jovens.

Para o futuro

As políticas públicas na área do combate à pobreza, redução de desigualdades e proteção social assumem particular relevância na promoção do bem-estar social. No futuro próximo, as políticas terão inevitavelmente de responder a alguns dos desafios que a recente crise pandémica acentuou. A geração que entrou no mercado de trabalho durante a última década enfrentou duas crises severas em menos de 10 anos, com possíveis impactos em toda a trajetória futura no mercado de trabalho, o que obriga a uma maior exigência na análise e na definição das políticas públicas. Os estudos nesta área também devem focar os desafios estruturais como é o caso do envelhecimento populacional. Por um lado, importa analisar as políticas públicas que pretendem reverter esta tendência, como os incentivos à natalidade. Por outro lado, é necessário estudar as políticas que dão resposta às consequências diretas do envelhecimento populacional. Estas últimas incluem os impactos nos sistemas de proteção social, bem como a redefinição de políticas no sentido de proporcionar condições de vida mais adequadas para um número cada vez maior de cidadãos idosos.

Política fiscal

“While optimal tax theory itself takes no position on how intrinsically desirable public spending or redistribution are, it does insist that however much revenue taxation raises and however much redistribution the system achieves, it should do it with as little cost to efficiency as possible. To achieve that, the tax system has to be seen as a whole.”

Richard Blundell

A política fiscal permite gerar as receitas necessárias para financiar a despesa do Estado e representa um instrumento importante para o cumprimento das suas funções distributivas e de estabilização, quando aplicado de forma justa e eficiente. O sistema fiscal pode criar incentivos ou desincentivos que afetam as decisões dos agentes económicos, com impactos na economia. Por exemplo, o imposto sobre o rendimento de trabalho afeta as escolhas das famílias entre lazer e trabalho, o imposto sobre os rendimentos do capital afeta a poupança e as decisões de investimento, os impostos sobre a produção e a importação influenciam as decisões de consumo, e os impostos sobre as empresas afetam as suas decisões de contratação e de investimento e, em última instância, as suas decisões de localização.

Chari, Nicolini e Teles (2022) desenvolvem um modelo dinâmico de comércio internacional para estudar de que modo os países devem cooperar a nível da política fiscal e das políticas do comércio num contexto de globalização. Os autores sugerem que existem diversos equilíbrios que são

Pareto eficientes com combinações diferentes de impostos.² Os resultados indicam que o equilíbrio ótimo é caracterizado por um mercado livre de bens, serviços e capital. A escolha do sistema tributário nacional, como os impostos sobre as empresas, pode representar uma restrição à mobilidade de capital, pelo que os acordos de comércio livre devem ser complementados com acordos fiscais. Os autores mostram que os rendimentos de capital das famílias — incluindo juros, dividendos e ganhos de capital — podem ser tributados a uma taxa única específica por país num equilíbrio ótimo. O imposto sobre empresas gera distorções na acumulação de capital e na alocação de capital entre países. Ainda assim, um imposto diferente de zero pode ser ótimo, desde que seja constante ao longo do tempo ou entre países e exclua as despesas de investimento.

Este resultado está também documentado em Teles (2021), em que o autor estuda os princípios gerais da tributação da habitação. Baseado na investigação sobre a tributação ótima de capital que conclui que a acumulação de capital não deve ser distorcida (por exemplo, Chari, Nicolini e Teles, 2020), o autor sugere que o mesmo princípio se aplica à habitação. Não distorcer a acumulação de capital não significa que o capital não possa ser tributado, mas implica que a tributação incida sobre o capital preexistente e não sobre o capital futuro. Isto é alcançável através da dedução total das despesas de investimento. Finalmente, o autor conclui que não é desejável taxar imóveis, rendas ou introduzir outros impostos que distorçam a acumulação de capital imobiliário e que os únicos impostos necessários são impostos sobre o trabalho e/ou impostos sobre o valor acrescentado aplicados a todos os bens de consumo e serviços, incluindo a habitação.

Braz, Cabral e Campos (2022) caracterizam a tributação sobre o rendimento das empresas em Portugal. Os resultados mostram que Portugal é um dos países da área do euro onde a taxa estatutária máxima de IRC é mais elevada. Embora a taxa normal tenha diminuído ao longo do tempo, a progressividade do imposto tem vindo a aumentar e a coleta encontra-se muito concentrada num pequeno conjunto de grandes empresas. As autoras mostram que a taxa efetiva de imposto está negativamente correlacionada com a alavancagem financeira e a intensidade capitalística, o que é consistente com a possibilidade de dedução das despesas com juros e das depreciações dos ativos fixos no código fiscal. Os resultados relativos à dimensão e produtividade das empresas sugerem que empresas maiores e/ou mais produtivas podem ter maior capacidade de planeamento fiscal, o que lhes permite reduzir a carga fiscal até um determinado limite.

Políticas económicas de mitigação dos efeitos das alterações climáticas

As alterações climáticas são um dos desafios contemporâneos mais urgentes e as políticas de mitigação têm ganho centralidade na discussão pública e no debate sobre o desenho adequado da política económica nesta área. A emissão de dióxido de carbono e outros gases de efeito de estufa representa uma externalidade negativa global que dá origem a uma distorção entre o custo privado de produção e o custo social. Assim, o livre funcionamento do mercado não conduz a resultados eficientes e as políticas públicas ganham relevância para aumentar o bem-estar social. Destaca-se neste contexto a política fiscal, nomeadamente o imposto sobre o carbono, como um dos instrumentos mais eficientes no combate às alterações climáticas.

A investigação no Banco de Portugal tem contribuído para a melhor compreensão dos impactos económicos das alterações climáticas e para o estudo das medidas de política que permitam minorar estes efeitos. A literatura identifica efeitos diretos e indiretos das alterações climáticas na economia.

2. Um equilíbrio diz-se Pareto eficiente se e só se não existir um outro equilíbrio que seja melhor para pelo menos um dos agentes e que não seja pior para os restantes.

O efeito direto está associado à maior frequência de eventos extremos, por exemplo, inundações, secas ou tempestades. Estes eventos climáticos extremos podem ter impactos nos preços e rendimentos, nos fluxos comerciais, no *stock* de capital, na obsolescência de ativos e na alocação do trabalho (Adão et al., 2022). Por sua vez, os efeitos indiretos resultam da adaptação às alterações climáticas e da implementação de políticas de mitigação.

Cavalcanti, Hasna e Santos (2020) quantificam os efeitos agregados e distributivos de um imposto de carbono. Taxar as atividades intensivas em carbono afeta os preços relativos, gera efeitos de substituição entre fatores produtivos e conduz, conseqüentemente, à reafetação dos mesmos entre setores. Os autores ressaltam que o efeito agregado na economia depende da magnitude do imposto e da estrutura produtiva do país. Uma simulação para vários países mostra que introduzir um imposto de 32,3%, que se estima como sendo o imposto necessário para os EUA atingirem os compromissos iniciais do Acordo de Paris, se traduz numa redução do PIB de entre 0,5% a 2%, dependendo do país e da afetação das receitas obtidas. Hasna, Lourenço e Santos (2022) aplicam este modelo a Portugal e estimam um custo máximo de 1,7% do PIB para um imposto de 32,9% (sem realocação das receitas na economia), o que permite uma redução de 30 a 40% das emissões, em linha com o objetivo inicial do Acordo de Paris. Estes impactos agregados escondem uma grande assimetria dos efeitos setoriais e individuais, com o efeito adverso concentrado nos setores de uso mais intensivo de tecnologias energeticamente poluentes e nos trabalhadores especializados nestes setores que não se realocam a outros setores (Cavalcanti et al., 2020 e Hasna et al., 2022).

Na União Europeia, os principais mecanismos de atenuação das emissões de combustíveis fósseis são os impostos sobre o carbono e as licenças de emissão transacionáveis que fixam uma quantidade agregada de emissões de carbono. Adão et al. (2022) comparam a eficiência destes instrumentos e realçam as vantagens da utilização simultânea de ambos os instrumentos, alertando que os detalhes de implementação dos mecanismos são potencialmente mais importantes do que as diferenças conceptuais entre elas. Através de um modelo teórico calibrado com dados para Portugal, baseado em Adão, Narajabad e Temzelides (2021), os autores comparam o imposto sobre carbono com políticas que contribuam para o aumento da produção de energia renovável. Os resultados apontam para uma maior eficácia do imposto na redução de emissões de carbono, em comparação com inovação tecnológica em energias renováveis. No entanto, o melhor resultado é obtido quando ambas as políticas se aplicam em simultâneo.

Para o futuro

O envelhecimento da população e a necessidade de modernização dos sistemas educacional e de saúde criam pressões acrescidas sobre os serviços públicos. O desenho do sistema fiscal deve considerar que um aumento eficaz da receita fiscal é importante, mas também a forma como este é gerado. A complexidade do código tributário, o papel na mitigação da desigualdade, o risco de criar distorções e a necessidade de adaptação do sistema fiscal aos desafios atuais dos mercados, tais como a globalização, a digitalização e as alterações climáticas, realçam a importância dos estudos que informem o desenho das políticas nesta área.

Políticas de concorrência e regulação

“A concorrência é um bem público e deve ser encarada como um ativo fundamental que contribui para a existência de uma sociedade equilibrada e justa e de um mercado onde as oportunidades são para todos.”

Autoridade da Concorrência

A concorrência no mercado do produto tem um papel central no crescimento económico e no bem-estar social. As políticas que favorecem a concorrência impulsionam a criação de empresas, o crescimento das empresas viáveis e a saída de mercado das empresas que não são viáveis. Esta dinâmica concorrencial contribui para o processo de destruição criativa, que se traduz na seleção de mercado e na reafetação de recursos das empresas menos produtivas para as empresas mais produtivas.

Sistemas de insolvência e reestruturação de empresas

As limitações ao processo de destruição criativa estão associadas à má afetação de fatores de produção nas economias, impedindo a reafetação de recursos escassos às empresas mais produtivas. A evidência para Portugal mostra que a má afetação dos fatores de produção trabalho e capital contribuiu para o crescimento mais lento da produtividade na última década (Reis, 2013; Dias, Marques e Richmond, 2016; Gouveia e Osterhold, 2018; Dias e Marques, 2021). Uma dimensão importante do problema de *misallocation* é a existência de arranjos institucionais que permitem que empresas que não são viáveis consigam permanecer no mercado — comumente designadas na literatura de empresas “*zombie*”. Estas empresas contribuem negativamente para a produtividade agregada, uma vez que são menos produtivas, e para a alocação eficiente de recursos na economia, captando recursos e distorcendo o mercado. Neste contexto, os mecanismos de insolvência e de reestruturação de empresas surgem como políticas centrais na redução de barreiras à saída de empresas do mercado.

Em Portugal, apesar da melhoria recente, os pedidos de insolvência são morosos e têm elevados custos associados. Os custos pessoais incorridos por empreendedores que criam empresas que não são bem sucedidas são mais elevados em Portugal do que na maior parte dos países da OCDE (OCDE, 2018), enquanto a eficiência judicial é relativamente baixa em Portugal (OCDE, 2019).

A investigação no Banco de Portugal tem contribuído para a melhor compreensão do sistema de insolvência e reestruturação de empresas em Portugal. Pereira e Wemans (2022) analisam a duração dos pedidos de insolvência que tramitam nos tribunais portugueses e mostram que a duração aumenta com a dimensão da empresa, o valor do ativo fixo e do passivo, a atividade no setor da construção e a existência de créditos garantidos por colateral real.

A análise ao nível da empresa mostra que a reestruturação está associada ao aumento dos salários dos trabalhadores nos anos seguintes à reestruturação, limitando a delapidação do capital humano e contribuindo para melhores combinações empresa-trabalhador (Bonfim e Nogueira, 2021).

A pandemia afetou os mecanismos de insolvência e de reestruturação através da suspensão da obrigação de declaração à insolvência, da introdução de apoios à reestruturação e da redução de custas judiciais. Indiretamente, as medidas de apoio, incluindo as moratórias de crédito, permitiram evitar a entrada em insolvência. Nogueira (2022) descreve a evolução dos pedidos de insolvência durante a pandemia de COVID-19 e analisa os efeitos das medidas de apoio às empresas no número de pedidos. Apesar da literatura mostrar uma relação histórica negativa entre a atividade económica das empresas e os pedidos de insolvência e de reestruturação, o número de novos pedidos manteve-se em linha com a média histórica em 2020 e desceu abaixo da média em 2021. A suspensão da obrigação de apresentação à insolvência não explica a redução do número de pedidos, enquanto os resultados de uma experiência natural sugerem que a moratória de crédito evitou novos pedidos de insolvência.

Contratação pública

A contratação pública em Portugal representa uma percentagem importante da atividade económica. É, portanto, fundamental que os procedimentos de contratação pública sejam eficientes, promovam a concorrência e assegurem que os fundos públicos são utilizados de forma eficiente.

A promoção da concorrência e da eficiência na contratação pública assume particular relevância no contexto atual de recuperação e resiliência da economia portuguesa e da implementação de apoios públicos.

Bonfim et al. (2021) mostram que, durante a crise da dívida soberana na Europa, os bancos com maior exposição a empresas com contratos públicos reduziram mais o crédito concedido do que os bancos com menor exposição a estas empresas. Esta redução do crédito foi transversal a empresas com e sem contratos públicos. Adicionalmente, as empresas com relações bancárias com os bancos afetados cresceram menos e investiram menos. Estes resultados mostram que a contratação pública pode exacerbar os efeitos de uma crise da dívida soberana através da redução do crédito concedido por parte de bancos com exposição a empresas que têm contratos públicos.

Apoio ao financiamento das empresas

Um dos instrumentos de apoio às empresas é a prestação de garantias públicas que lhes permite obter crédito em condições de preço e de prazo mais favoráveis ao aliviar problemas de colateral. Este instrumento é especialmente importante para as pequenas e médias empresas (PMEs), que dependem em grande medida do crédito bancário como fonte de financiamento (Farinha e Félix, 2015). No entanto, estes programas podem contribuir para o aumento do poder de mercado de algumas empresas e assim prejudicar o crescimento da produtividade no longo prazo.

Bonfim, Custódio e Raposo (2021) analisam o impacto de um programa de apoio a PMEs — PME Líder — no emprego e investimento das empresas que beneficiaram do programa. O programa PME Líder permite às empresas elegíveis aceder a crédito bancário bonificado por garantias públicas e a um *rating* público de crédito, reduzindo as fricções financeiras para estas empresas. As autoras mostram que o programa contribuiu para o aumento do investimento e do emprego das PMEs que beneficiaram do programa. O impacto do programa foi mais acentuado nos anos da crise financeira e da crise da dívida soberana.

Para o futuro

As políticas da concorrência que impulsionam a entrada e a saída de empresas do mercado como os sistemas de insolvência e reestruturação de empresas, combinadas com políticas de proteção dos trabalhadores, promovem a reafetação de fatores produtivos a empresas viáveis e produtivas e contribuem para ganhos de produtividade no longo prazo. Adicionalmente, as políticas que promovem a concorrência no acesso à contratação pública, em particular no contexto do plano nacional de recuperação da economia, evitam o aumento do poder de mercado de algumas empresas. Os apoios públicos devem ser proporcionais, bem direcionados e baseados em critérios objetivos por forma a evitar a proliferação de empresas *zombie* e a má afetação de fatores de produção na economia. Estes desafios abrem linhas de investigação futura.

Políticas públicas no contexto da pandemia de COVID-19

“Given the nature of the crisis, all hands should be on deck, all available tools should be used.”

Christine Lagarde

A pandemia de COVID-19 representou um enorme choque económico e de saúde pública. A natureza exógena do choque inicial, a resposta abrangente dos decisores de política e a alteração radical dos incentivos que influenciam a ação dos agentes económicos espoletou uma literatura que tem

por objetivo identificar o impacto macroeconómico do choque pandémico e quais as políticas mais adequadas para minimizar os efeitos do choque nas empresas e nas famílias.

Na sequência da crise pandémica, o Governo português adotou medidas de política orçamental para apoio às empresas e às famílias, complementares às medidas de política supranacionais — monetária, prudencial, regulatória e orçamental (Banco de Portugal, 2020b). As primeiras medidas foram apresentadas ainda em março de 2020, tendo sido progressivamente aprofundadas e adaptadas à situação pandémica. Estes apoios incluíram o regime de *layoff* simplificado e o apoio à retoma progressiva da atividade, as moratórias de crédito, a criação de linhas de crédito com garantia pública e outras medidas de apoio fiscal como a suspensão de algumas obrigações fiscais.

A investigação dos técnicos do Banco de Portugal contribuiu para o conhecimento das implicações da crise nas empresas e nas famílias, dos seus canais de propagação e do impacto das respostas de política adotadas pelas autoridades.

Os resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas (IREE) realizado pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), disponibilizados pela primeira vez em abril de 2020, permitiram a análise do impacto da pandemia nas empresas no curto prazo. O lançamento do indicador diário de atividade económica (DEI) em janeiro de 2021 também contribuiu para informar as decisões de política com dados de alta frequência que captam os desenvolvimentos económicos de muito curto prazo (Lourenço e Rua, 2020). A disponibilização de informação de natureza microeconómica, tipicamente realizada com algum desfasamento, permitiu aprofundar a análise do impacto da pandemia nas empresas e nas famílias.

Programas de apoio às empresas

A contração da procura de bens e serviços na sequência das medidas de contenção, o aumento acentuado da incerteza e a disrupção das cadeias de valor globais, contribuíram para o encerramento ou para a redução abrupta da atividade de uma parte significativa das empresas.

A queda substancial das vendas das empresas e a dificuldade em ajustar rapidamente a sua estrutura de custos levou a défices de liquidez. Félix, Moreira e Silva (2021) estimam que os custos fixos operacionais representam em média 15% das vendas das empresas portuguesas, sendo mais elevados nas empresas mais pequenas e nas empresas dos setores relacionados com os serviços. O impacto da crise na liquidez das empresas foi mitigado pelas medidas de política orçamental nacionais complementadas com as políticas supranacionais.

As primeiras análises sobre o impacto da pandemia na situação financeira das empresas e sobre o impacto das medidas de mitigação dos efeitos da pandemia — em particular, o regime de *layoff* simplificado e a moratória sobre o crédito — consistiram num exercício de simulação dos impactos de curto prazo. Os resultados da simulação indicaram que estas medidas permitiriam às empresas reduzir significativamente os seus défices de liquidez decorrentes da redução da sua atividade (Banco de Portugal, 2020a).

Estas análises iniciais relativas ao impacto da crise e das políticas foram alargadas e robustecidas à medida que a informação microeconómica foi sendo disponibilizada. Em outubro de 2020, o tema em destaque do *Boletim Económico* prosseguiu a análise das implicações imediatas da pandemia (Banco de Portugal, 2020c). A primeira parte desta análise aborda as respostas de política das autoridades enquanto a segunda parte analisa aspetos relacionados com a estrutura setorial da economia e a resposta das empresas aos desafios da pandemia. A política orçamental centrou-se principalmente do lado da despesa, com apoios ao rendimento do trabalho e à manutenção do emprego, assim como um aumento de prestações sociais. As medidas de política económica sem impactos

orçamentais diretos, como as linhas de crédito com garantia pública e as moratórias do crédito, foram igualmente importantes para mitigar o impacto da crise nas empresas. As linhas de crédito com garantia pública representavam cerca de metade dos empréstimos concedidos às empresas pelas instituições financeiras residentes no segundo trimestre de 2020 e as moratórias de crédito de iniciativa pública e privada abrangiam cerca de 30% do crédito das empresas no primeiro semestre.

O impacto económico da pandemia de COVID-19 nas empresas portuguesas foi heterogéneo. A avaliação do impacto da pandemia de acordo com as taxas de crescimento das empresas no período pré-pandemia — entre 2016 e 2018 — revela que as empresas com maior crescimento foram as mais afetadas pela crise e foram as que tinham maior propensão para recorrer ao regime de *layoff* simplificado, à moratória no crédito e às linhas de crédito com garantias públicas (Banco de Portugal, 2020d). A afetação de recursos a empresas com taxas de crescimento elevadas contribui para a produtividade agregada e para a recuperação sustentada da economia.

As medidas de apoio às empresas contribuíram para a mitigação do efeito do choque na situação financeira das empresas. A análise da liquidez das empresas incluídas no Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras (ITENF) indicou que a caixa das empresas aumentou em 2020, refletindo uma redução significativa dos custos operacionais e do investimento (Banco de Portugal, 2021a). Este aumento foi mais significativo para as empresas de menor dimensão, para as menos afetadas pela pandemia e para as empresas que recorreram a moratórias e linhas de crédito com garantia. Enquanto as políticas de apoio às empresas contribuíram para a mitigação das necessidades de liquidez das empresas, a duração do choque pode justificar o reforço de capitais próprios em algumas empresas. Um exercício de simulação indicou que este reforço de capitalização foi mais importante para as empresas que se encontravam em situação de fragilidade financeira ou que foram especialmente afetadas pela redução das vendas (Banco de Portugal, 2021b). Noutro exercício de simulação, estima-se que a percentagem de empresas com capital próprio negativo em 2023 será inferior nas empresas que recorreram a linhas de crédito com garantia pública (Banco de Portugal, 2021f).

Um resultado na literatura sobre o impacto de recessões na dinâmica da produtividade das empresas é a reafetação de recursos das empresas menos produtivas para as empresas mais produtivas (*cleansing effect*). Kozeniauskas, Moreira e Santos (2022) mostram que o impacto da pandemia de COVID-19 nas empresas foi diferenciado de acordo com a produtividade das empresas. Em linha com a teoria de que as políticas de apoio às empresas limitaram o *cleansing effect* na economia, os autores mostram que as empresas mais produtivas reduziram menos o emprego e têm menor propensão para recorrer às medidas de apoio do que as empresas menos produtivas, mas mostram também que a crise não contribuiu para o aumento da saída de mercado das empresas menos produtivas. Mateus e Neugebauer (2022) caracterizam as empresas que recorreram às medidas de apoio de acordo com o seu risco de crédito e mostram que as empresas que recorreram às linhas de crédito com garantia pública tinham um risco de crédito menor do que as empresas que recorreram à moratória de crédito. Os autores também mostram que as empresas com risco de crédito mais elevado pagaram taxas de juro mais elevadas e receberam empréstimos menores do que as empresas mais viáveis.

A disrupção nas cadeias internacionais de produção causada pela pandemia de COVID-19 provocou o colapso dos fluxos de comércio internacional de bens e serviços. Amador, Gouveia e Pimenta (2021) usam dados mensais relativos ao comércio das empresas portuguesas disponibilizados pelo INE para analisar o impacto das medidas de confinamento nos fluxos nominais de comércio durante o ano de 2020 e no primeiro semestre de 2021. Os autores mostram que as medidas de confinamento adotadas nos diversos países reduziram os fluxos de exportação e de importação das empresas. Adicionalmente,

o impacto negativo das medidas de confinamento nos fluxos de comércio é mais importante para as empresas grandes e para as empresas mais integradas nas cadeias de valor globais.

Em resumo, a combinação de diferentes instrumentos de política económica permitiu responder ao choque pandémico. Contudo, enquanto para algumas empresas os efeitos do choque foram temporários, para outras os efeitos foram mais prolongados, ameaçando a sua viabilidade. Neste contexto, realçam-se os mecanismos de insolvência e de reestruturação de empresas viáveis para garantir a alocação eficiente de recursos limitados e promover a recuperação e a resiliência da economia portuguesa.

Programas de apoio às famílias

A ligação entre as famílias e as empresas está na base da organização económica. O impacto da pandemia nas empresas refletiu-se no rendimento das famílias e nas suas decisões de consumo. O encerramento de empresas e o número significativo de trabalhadores em *layoff* levou a uma redução do rendimento disponível.

Um exercício de simulação do impacto da pandemia sobre o rendimento das famílias num quadro de equilíbrio parcial indicou que as políticas de apoio ao rendimento — o *layoff* simplificado e o apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente — permitem mitigar o efeito negativo da pandemia nas famílias (Banco de Portugal, 2020a). Sobre o impacto da moratória, o estudo conclui que a moratória sobre as prestações tem um impacto mais significativo do que a moratória sobre as rendas e que, em geral, as moratórias têm um impacto mais favorável nas famílias de menor rendimento e nas famílias mais jovens.

Uma análise mais aprofundada sobre o impacto das moratórias de crédito dirigidas às famílias, revelou que estas mitigaram o impacto da queda do rendimento disponível, em particular de famílias com uma situação financeira mais frágil, tipicamente com uma maior propensão ao consumo (Banco de Portugal, 2020c).

A pandemia de COVID-19 afetou desproporcionalmente alguns grupos da população. Num estudo aplicado à realidade brasileira, Brotherhood et al. (2022) usam dados relativos à utilização de telemóveis para mostrar que o distanciamento social aumentou menos nas favelas após o início da pandemia de COVID-19 e que o número de mortes foi mais elevado em áreas geograficamente próximas de favelas. Os autores mostram assim que a pandemia afetou os mais vulneráveis de forma desproporcional, contribuindo para o aumento da desigualdade de rendimentos e na saúde. Usando um modelo teórico, os autores simulam o impacto de diferentes políticas: realocação dos recursos médicos existentes, confinamento e transferências monetárias. Os resultados da simulação indicam que a centralização das unidades de cuidados intensivos contribui para a redução significativa do número de mortes enquanto as medidas de confinamento em casa apenas contribuem para adiar a evolução da pandemia na ausência de outras medidas (por exemplo, vacinas). Por fim, as transferências monetárias têm um impacto importante nos residentes das favelas.

Medidas de apoio ao emprego

A crise pandémica exigiu uma forte capacidade de adaptação das empresas e o recurso ao teletrabalho foi uma das estratégias adotadas para assegurar a continuidade da atividade na impossibilidade de laboração presencial. Nos setores incluídos no inquérito COVID-IREE, o regime de teletrabalho foi utilizado por cerca de metade das empresas no segundo trimestre de 2020 e abrangeu aproximadamente 21% dos trabalhadores (Banco de Portugal, 2020c). De acordo com os dados microeconómicos do Inquérito ao Emprego do INE, cerca de 60% dos trabalhadores nos setores das atividades de informação e comunicação, atividades financeiras, educação, e das atividades de consultoria, técnicas e científicas estavam em teletrabalho no segundo trimestre de 2020.

Os apoios ao rendimento do trabalho e à manutenção do emprego contribuíram para minorar os impactos no mercado de trabalho. De entre estas medidas, destaca-se o regime de *layoff* simplificado pelo seu impacto orçamental direto. Com base num exercício de simulação, mostrou-se que a diferença entre a redução do emprego esperada na ausência desta medida e a observada seria entre 9 e 20 pp dependendo do setor de atividade. A análise concluiu que esta medida foi importante para a preservação do emprego e para a redução das necessidades de liquidez das empresas no curto prazo (Banco de Portugal, 2020c). Estes apoios ao emprego contribuíram para que o impacto da crise pandémica nos fluxos entre o emprego e o desemprego tenha sido muito inferior ao da crise das dívidas soberanas (Banco de Portugal, 2021c).

O efeito da crise nas economias depende em grande medida da composição setorial das empresas e do emprego. Em Portugal, a crise contribuiu para alterações importantes na composição setorial do emprego, nomeadamente o aumento na construção e a diminuição na indústria e nos serviços (Banco de Portugal, 2021c). A maior concentração relativa de jovens empregados nos setores de atividade mais afetados refletiu-se numa queda maior do emprego nesta faixa etária e no prolongamento da escolaridade e da formação (Banco de Portugal, 2021e). As restrições à mobilidade e a redução dos canais de oferta de trabalho contribuíram para o aumento do número de desencorajados que, em períodos normais, seriam classificados como desempregados (Banco de Portugal, 2021d).

Políticas de contenção de um surto pandémico

A pandemia de COVID-19 também afetou os indivíduos de diferentes grupos etários de forma distinta. Brotherhood et al. (2020) investigam a importância da composição etária da população durante a pandemia de COVID-19. Os autores consideram um modelo epidemiológico com a possibilidade de escolha do distanciamento social no contexto laboral e em outros contextos. Em equilíbrio, os indivíduos mais velhos escolhem o distanciamento social. Desta forma, uma medida de confinamento ótimo restringe mais os mais novos. A restritividade e os custos económicos do confinamento dependem da possibilidade de exercer a profissão em teletrabalho.

O aparecimento de dois surtos pandémicos e vários surtos epidémicos nos últimos 20 anos destaca a importância do estudo de respostas adequadas. Brotherhood e Santos (2022) mostram que a prescrição de políticas ótimas de mitigação dos efeitos de uma pandemia depende em grande medida do comportamento individual e do aparecimento de novas variantes. Os autores adaptam o modelo de Brotherhood et al. (2022) e discutem o impacto de programas de vacinação específicos à idade dos indivíduos e de novas variantes do vírus na evolução da pandemia de COVID-19. Se os indivíduos mais velhos escolherem proteger-se endogenamente, o decisor de política escolhe vacinar os indivíduos mais novos em primeiro lugar uma vez que este grupo tem mais interações sociais. Contudo, os resultados podem ser diferentes se novas variantes da infeção surgirem. Neste caso é alcançado um número mais baixo de mortes com o programa de vacinação dos indivíduos mais velhos em primeiro lugar, uma vez que as novas variantes são particularmente perigosas para este grupo etário.

Considerações finais

O Banco de Portugal assumiu o compromisso de ser uma instituição de referência na sociedade portuguesa, com uma atuação orientada pela missão de serviço público e suportada por princípios de rigor nas análises e estudos elaborados. As análises económicas oportunas e de qualidade, que favoreçam o debate público e aconselhem o desenho de políticas públicas, são um instrumento importante para a concretização da missão do Banco.

Durante períodos de crises importa analisar os canais de transmissão, identificar os segmentos mais vulneráveis, procurar soluções e, assim, contribuir para o desenho informado das políticas públicas.

Em momentos de crescimento, importa identificar os riscos, os constrangimentos estruturais e as soluções que promovam um crescimento inclusivo e sustentável e contribuam para a resiliência e convergência da economia portuguesa no contexto europeu. A promoção da literacia económica contribui para o reforço da confiança dos portugueses no trabalho desenvolvido pelo Banco.

A agenda de estudos do Banco de Portugal identifica os temas-chave para o processo de crescimento e resiliência da economia portuguesa. Os desafios associados à recuperação económica e às grandes tendências globais abrem novas linhas de investigação para os próximos anos.

Apesar da recuperação económica registada no período a seguir à pandemia de COVID-19, as tensões geopolíticas e os padrões de desglobalização colocam novos desafios às economias. A ruptura das cadeias de valor e de distribuição de bens e serviços, e o impacto nos mercados financeiros e da energia têm implicações importantes na atividade das empresas e no rendimento das famílias. O equilíbrio entre a necessidade de adotar medidas adicionais para estimular a economia, ainda que beneficiando de fundos europeus, e a manutenção da sustentabilidade das finanças públicas a médio prazo representa um importante desafio. O desenho adequado de políticas num contexto de recursos limitados tem um papel central neste desafio e não deve ser dissociado das questões de sustentabilidade financeira e ambiental.

A transição energética e a transformação digital representam oportunidades e desafios com importantes implicações económicas, que exigem novas linhas de investigação. As barreiras e os riscos associados a estes processos de transformação destacam a importância de políticas dirigidas aos segmentos mais vulneráveis. Em particular, surgem novas preocupações sobre a capacidade de adaptação dos agentes às rápidas mudanças no mercado de trabalho e na sociedade. A análise das novas formas de negócio e de organização do trabalho, e da interação entre tecnologia e emprego é essencial para o desenho de respostas direcionadas a estes desafios. Neste contexto, as políticas que promovam o investimento em novas qualificações e na formação ao longo da carreira profissional, e que sejam complementares ao progresso tecnológico, assumem particular relevância.

Por fim, as questões de desigualdade e de distribuição de rendimento e riqueza são transversais aos temas do crescimento económico e da sua sustentabilidade, e devem assumir um papel central no desenho das políticas públicas.

Estas questões permanecerão uma preocupação do Banco de Portugal no futuro.

Referências

Adão, B., Narajabad, B., e Temzelides, T. (2021). "Scrapping, renewable technology adoption, and growth." *Banco de Portugal WP 202111*.

Alves, N., Cardoso, F., e Monteiro, N. (2020). "Uma caracterização da desigualdade do rendimento e do consumo em Portugal". *Revista de Estudos Económicos*, 6(1), Banco de Portugal.

Amador, J., e Rodrigues, P. (2021). "Optimal Social Insurance: Insights from a Continuous Time Stochastic Setup." *Banco de Portugal WP 202101*.

Amador, J., Gouveia, C. M., e Pimenta, A. C. (2021). "COVID-19, lockdowns and international trade: Evidence from firm-level data". *Banco de Portugal WP 202114*.

Adão, B., Antunes, A., Gouveia, M., Lourenço, N., e Valle e Azevedo, J. (2022). "Alterações climáticas e economia: uma introdução." *Banco de Portugal Occasional Papers 202201*.

Banco de Portugal (2020a). Tema em destaque "O impacto económico da crise pandémica". *Boletim Económico* de maio de 2020.

Banco de Portugal (2020b). Tema em destaque “Medidas de política em resposta à pandemia de COVID-19 com relevância para a estabilidade financeira”. *Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2020.

Banco de Portugal (2020c). Tema em destaque “Políticas e consequências da pandemia”. *Boletim Económico* de outubro de 2020.

Banco de Portugal (2020d). Tema em destaque “COVID-19 e o crescimento das empresas”. *Boletim Económico* de dezembro de 2020.

Banco de Portugal (2021a). Tema em destaque “A evolução da liquidez das empresas durante a pandemia”. *Boletim Económico* de maio de 2021.

Banco de Portugal (2021b). Tema em destaque “O impacto da pandemia na capitalização das empresas”. *Boletim Económico* de maio de 2021.

Banco de Portugal (2021c). Caixa “Reafetação setorial do emprego no contexto da pandemia”. *Boletim Económico* de outubro de 2021.

Banco de Portugal (2021d). Caixa “Uma caracterização da evolução dos desencorajados no período da pandemia”. *Boletim Económico* de outubro de 2021.

Banco de Portugal (2021e). Caixa “A situação dos jovens no mercado de trabalho durante a pandemia”. *Boletim Económico* de dezembro de 2021.

Banco de Portugal (2021f). Tema em destaque “A situação financeira das empresas portuguesas no pós-pandemia de COVID-19”. *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2021.

Banco de Portugal (2022). Caixa “A transmissão intergeracional da educação em Portugal”. *Boletim Económico* de maio de 2022.

Brotherhood, L., Cavalcanti, T., Da Mata, D., e Santos, C. (2022). “Slums and pandemics”. *Journal of Development Economics*, 157, 102882.

Brotherhood, L., e Santos, C. (2022). “Vaccines and variants: A comment on “optimal age-based vaccination and economic mitigation policies for the second phase of the COVID-19 pandemic””. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 104303.

Brotherhood, L., Kircher, P., Santos, C., e Tertilt, M. (2020). “An economic model of the COVID-19 pandemic with young and old agents: Behavior, testing and policies”. *Banco de Portugal WP 202014*.

Bonfim, D., e Nogueira, G. (2021). Corporate Reorganization as Labor Insurance in Bankruptcy. Mimeo.

Bonfim, D., Raposo, C., e Custódio, C. (2021). “The sensitivity of SME’s investment and employment to the cost of debt financing.” *Banco de Portugal WP 202115*.

Bonfim, D., Ferreira, M., Queiró, F., e Zhao, S. (2021). “Sovereign-bank diabolic loop: The government procurement channel.” *Banco de Portugal WP 202109*.

Braz, C., Cabral, S., e Campos, M. (2022). “Uma análise micro da tributação sobre o rendimento das empresas em Portugal.” *Revista de Estudos Económicos*, Vol. VIII – n.º 1, Banco de Portugal.

Causa, O., e Johansson, Å. (2010). “Intergenerational Social Mobility in OECD Countries.” *OECD Journal: Economic Studies*.

Cavalcanti, T., Hasna, Z., e Santos, C. (2020). “Climate Change Mitigation Policies: Aggregate and Distributional Effects.” *Banco de Portugal WP 202017*.

Chari, V. V., Nicolini, J. P., e Teles, P. (2022). “Optimal cooperative taxation in the global economy.” *Banco de Portugal WP 202203*.

Chari, V. V., Nicolini, J. P., e Teles, P. (2020). “Optimal Capital Taxation Revisited.” *Journal of Monetary Economics* 116: 147-165.

- Dias, D. A., e Marques, C. R. (2021). "Every cloud has a silver lining: Cleansing effects of the Portuguese financial crisis." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 83 (2): 352-376.
- Dias, D. A., Marques, C. R., e Richmond, C. (2016). "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis." *Journal of Macroeconomics* 49: 46-70.
- Diogo, F. (2021). "A pobreza em Portugal: Trajetos e quotidianos", vol. *Estudos da Fundação*. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Farinha, L., e Félix, S. (2015). Credit rationing for Portuguese SMEs. *Finance Research Letters*, 14, 167-177.
- Félix, S., Moreira, P., e Silva, N. (2021). "Sobre a medição dos custos fixos operacionais das empresas portuguesas", *Revista de Estudos Económicos*, Banco de Portugal.
- Gouveia, A., e Osterhold, C. (2018). "Fear the walking dead: zombie firms, spillovers and exit policies." *Banco de Portugal WP 201811* e *OECD Productivity Working Paper 13*.
- Hartog, J., Raposo, P., e Reis, H. (2022). "Fluctuations in the wage gap between vocational and general secondary education: lessons from Portugal." *Journal of Population Economics*, 35, 643-675.
- Hasna, Z., Lourenço, N., e Santos, C. (2022). "Sobre os efeitos agregados e distributivos da tributação do carbono em Portugal." *Revista de Estudos Económicos*, Vol. VIII, n.º 3, Banco de Portugal.
- Hernández, A., Picos, F., e Riscado, S. (2022). "Moving towards fairer regional minimum income schemes in Spain." *Journal of European Social Policy*, Volume 32, Issue 4.
- Kozeniauskas, N., Moreira, P., e Santos, C. (2022). "On the cleansing effect of recessions and government policy: Evidence from COVID-19." *European Economic Review*, 144.
- Lourenço, N., e Rua, A. (2020). "The DEI: Tracking economic activity daily during the lockdown." *Banco de Portugal WP 202013*.
- Mateus, M., e Neugebauer, K. (2022). "Stayin' alive? Government support measures in Portugal during the COVID-19 pandemic." *Banco de Portugal WP 202212*.
- Narazani, E., Riscado, S., e Wemans, L. (2022). "O papel das prestações familiares na redução da pobreza infantil em Portugal." *Revista de Estudos Económicos*, 8(4), Banco de Portugal.
- Nogueira, G. (2022). "Insolvência e reestruturação de empresas no período COVID-19." *Revista de Estudos Económicos*, vol. 8 (3), Banco de Portugal.
- OCDE (2019). *OECD Economic Surveys: Portugal 2019*. *OECD Publishing*, Paris, https://doi.org/10.1787/eco_surveys-prt-2019-en.
- OCDE (2018). *Economic Policy Reforms 2018: Going for Growth Interim Report*. *OECD Publishing*, Paris, <https://doi.org/10.1787/growth-2018-en>.
- Pereira, M. C., e Wemans, L. (2022). "As características dos intervenientes e a duração da insolvência em Portugal." *Revista de Estudos Económicos*, Banco de Portugal.
- Reis, R. 2013. "The mystique surrounding the central bank's balance sheet, applied to the European crisis." *American Economic Review* 103 (3): 135-40.
- Reis, H., e Wemans, L. (2022). "Literacia financeira dos estudantes de 15 anos em Portugal: Evidência do PISA 2018." *Revista de Estudos Económicos*, 5, Banco de Portugal.
- Teles, P. (2021). "Princípios gerais de tributação da habitação.", Sinopse de Economia, *Revista de Estudos Económicos*, Vol. 7, n.º 3, Banco de Portugal.

