

Resposta da Política Macroeconómica à Grande Recessão e à Crise
Pandémica: O caso português e o seu enquadramento internacional

Catarina Sá Ortigão de Oliveira

Dissertação

Mestrado em Economia e Gestão Internacional

Orientado por
Manuel Duarte Rocha
Paulo Ricardo Mota

2023

Resumo

Nesta dissertação será realizada uma análise comparativa entre a reação da política monetária e fiscal portuguesas às duas crises mais recentes, mais precisamente a crise financeira global originada pela queda do *Lehman Brothers* que mais tarde despertou a crise das dívidas soberanas na Europa, e a da Covid-19.

Relativamente ao primeiro momento, o BCE reagiu tardiamente ao choque externo através dos instrumentos da política monetária, nomeadamente redução das taxas de juro e outras medidas não convencionais como o *quantitative easing*. O surgimento da crise das dívidas soberanas levou a que o BCE tomasse uma atitude mais vigorosa e eficaz, para que a economia europeia recuperasse o mais rapidamente possível a estabilidade financeira. Por outro lado, ao nível da política orçamental, todo o período posterior ao começo da crise foi marcado por fortes medidas de austeridade em Portugal, que se agravaram com o pedido de auxílio financeiro à TROIKA.

Todavia, a resposta do BCE à crise pandémica foi instantânea e firme, o que se pode confirmar pela criação de programas de *quantitative easing* desde cedo, de modo a impedir o desenvolvimento de uma recessão semelhante à que se observou após 2007. Para além disso, a gastos públicos, não só em Portugal como em toda a ZE, foram potenciados principalmente pelo programa *Next Generation EU*, que prevê um fortalecimento e inovação da economia europeia no médio prazo, de modo a combater os efeitos gerados pela pandemia.

Ao longo deste estudo verificou-se que a reação do BCE evoluiu positivamente de uma crise para outra, demonstrando uma abordagem muito mais sustentada, eficaz e homogénea durante a crise da Covid-19. Contrariamente, durante a crise do *subprime*, a resposta da política económica foi assinalada por medidas de consolidação orçamental aplicadas num período em que as economias se encontravam já bastante fragilizadas, e por medidas não convencionais da política monetária praticadas de forma tardia e modesta, o que se pode comprovar pela análise da evolução dos diferentes indicadores apresentados no capítulo 3 desta dissertação, dos quais podemos destacar o crescimento da dívida pública no Produto Interno Bruto (PIB) e as taxas de juro das OT a 10 anos.

Abstract

In this dissertation, a comparative analysis will be carried out between the reaction of monetary and fiscal policy to the two most recent crises, more precisely the subprime crisis, which later triggered the sovereign debt crisis in Europe, and the Covid-19 crisis, in the Portuguese case.

Regarding the first moment, the ECB reacted belatedly to the external shock through monetary policy instruments, namely the reduction of interest rates and other unconventional measures such as quantitative easing. The emergence of the sovereign debt crisis led the ECB to take a more vigorous and effective attitude, so that the European economy recovered financial stability as quickly as possible. On the other hand, in terms of fiscal policy, the entire period after the beginning of the crisis was marked by strong austerity measures in Portugal, which were aggravated by the request for financial aid to TROIKA.

However, the ECB's response to the pandemic crisis was instantaneous and firm, which can be confirmed by the creation of quantitative easing programs early on, in order to prevent the development of a recession similar to the one observed after 2007. Public spending, not only in Portugal but throughout the Euro Zone, was boosted mainly by the Next Generation EU programme, which provides for a strengthening and innovation of the European economy in the medium term, in order to combat the effects generated by the pandemic.

Throughout this study, it was verified that the ECB's reaction evolved positively from one crisis to another, demonstrating a much more sustained, effective and homogeneous approach during the Covid-19 crisis. On the contrary, during the subprime crisis, the response of economic policy was marked by budgetary consolidation measures applied at a time when the economies were already quite fragile, and by unconventional monetary policy measures implemented late and modestly. This can be confirmed by analyzing the evolution of the different indicators presented in Chapter 3 of this dissertation, of which we can highlight the growth of public debt in GDP and the interest rates on 10-year Treasury Bonds.

Índice

Índice de Figuras.....	v
Índice de Abreviaturas	vi
Introdução	1
Capítulo 1 - As Causas e o Desenvolvimento/Consequências das Crises Recentes	6
1.1 A Recente Crise Financeira.....	6
1.1.1 Os Desenvolvimentos da Crise.....	6
1.1.2 Crise da Dívida Soberana.....	9
1.1.3 As Causas da Crise de 2007	12
1.2 Crise Económica Provocada pela Pandemia da Covid-19	15
1.2.1 Os Desenvolvimentos da Crise.....	15
1.2.2 As Causas da Crise da Covid-19	16
1.2.3 O Caso Português	18
Capítulo 2 - Resposta da Política Macroeconómica às Crises Recentes	22
2.1 A Recente Crise financeira.....	22
2.1.1 A Política Monetária do BCE	22
2.1.2 Política Orçamental	29
2.2 Crise Económica Provocada pela Pandemia Covid-19	35
2.2.1 Política Monetária	35
2.2.2 Política Orçamental	37
Capítulo 3 - Análise Comparativa e Perspetiva Crítica sobre as Medidas de Política Monetária e Orçamental Aplicadas nas Duas Crises	43
3.1 Análise comparativa de indicadores económicos entre ambas as crises	43
<i>PIB</i>	43
<i>Dívida Pública</i>	45
<i>Taxa de Inflação</i>	47
<i>Taxas de Juro Implícitas nas Obrigações do Tesouro a 10 anos</i>	49

<i>Balança Corrente</i>	50
3.2 Comparação entre os Estímulos Fiscais Adotados e a Recuperação Económica dos Países	52
3.3 Comparação entre as Medidas de Política Monetária Adotadas pelo BCE e a Recuperação Económica dos Países.....	54
Conclusão.....	59
Referências Bibliográficas.....	62

Índice de Figuras

Figura 1. Taxa de crescimento real do PIB (em %)	11
Figura 2. Taxa de desemprego (em %)	11
Figura 3. Dívida pública em percentagem do PIB	12
Figura 4. Taxa de inflação	12
Figura 5. Produto Interno Bruto e Procura Interna, volume (ano de referência=2016) - Taxa de variação anual	18
Figura 6. Exportações portuguesas em percentagem do PIB	19
Figura 7. Importações e exportações em Portugal (em milhões de dólares)	20
Figura 8. Taxa de juro das MRO	22
Figura 9. Taxas de juro implícitas nas OT a 10 anos	25
Figura 10. Spreads das taxas de juro implícitas nas OT a 10 anos relativamente à Alemanha (janeiro de 2008 a maio de 2010)	25
Figura 11. Investimento: Formação bruta de capital fixo em percentagem do PIB (2013)	34
Figura 12. Saldo orçamental (2013)	34
Figura 13. Taxa de juro da facilidade permanente de depósito do BCE	37
Figura 14. Taxa de desemprego dos países da ZE (em %) (em 2013)	45
Figura 15. Dívida pública em percentagem do PIB (2014)	47
Figura 16. Dívida pública em percentagem do PIB (2020)	47
Figura 17. Taxa de inflação (2022)	49
Figura 18. Saldo da balança corrente em percentagem do PIB	51
Figura 19. Saldo comercial em percentagem do PIB	51
Figura 20. Estímulos fiscais adotados pelos países da ZE em percentagem do PIB entre 2009 e 2010 e em 2020	53
Figura 21. Taxa de crescimento do PIB (2021)	53
Figura 22. Compras realizadas ao abrigo do SMP (em mil milhões de euros)	55
Figura 23. Compras efetuadas ao abrigo do CBPP vs. SMP	55
Figura 24. Volume atribuído do PEPP em relação à participação no capital no ECB	57
Figura 25. Crescimento real do PIB (em %) (2020)	57
Figura 26. Spreads das OT da ZE com e sem a implementação do PEPP	58
Figura 27. Compras mensais de dívida por parte do BCE (em mil milhões de euros)	58

Índice de Abreviaturas

ABS - *Asset Backed Securities*

APP – *Asset Purchase Programme*

BCE – Banco Central Europeu

CBPP - *Covered Bond Purchase Programme*

CDO – *Collateralized Debt Obligations*

CE – Comissão Europeia

EUA – Estados Unidos da América

Fed – Reserva Federal dos EUA

FMI – Fundo Monetário Internacional

LTRO - *Long-Term Refinancing Operations*

MBS – *Mortgage-Backed Securities*

MRO - *Main Refinancing Operations*

OT – Obrigações do Tesouro

PEC – Pacto de Estabilidade e Crescimento

PELTRO - *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*

PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*

PIB - Produto Interno Bruto

SMP – *Securities Markets Programme*

TLTRO – *Targeted Long-Term Refinancing Operations*

UE – União Europeia

ZE – Zona Euro

Introdução

O objetivo desta dissertação será estabelecer uma comparação entre a resposta de Portugal, em termos de política orçamental e política monetária, sendo esta última regulada pelo Banco Central Europeu (BCE), à recente crise financeira de 2007/2008 e à crise económica provocada pela Covid-19 em 2020, tendo por base a análise da literatura já existente. Para tal, serão consequentemente analisados os fatores inerentes às duas crises, estabelecendo diferenças e semelhanças entre ambas, através da pesquisa e recolha de dados, bem como a análise dos mesmos, e da apreciação de literatura relevante.

O tópico a abordar é caracterizado pela sua relevância atual, visto que, a crise com início em 2020 está ainda extremamente presente na economia mundial e muitos países, incluindo Portugal, ainda se encontram em período de recuperação pós-crise. Para além disso, tanto a crise financeira, como a mais recente crise pandémica, afetaram gravemente os países a nível mundial, em especial Portugal, sendo que produziram efeitos que se prolongaram até aos dias atuais. É ainda importante salientar a relevância do tema relativamente à experiência adquirida pelas organizações mundiais e pelos próprios governos, para que os erros cometidos no passado ao nível das decisões políticas económicas não se repitam no futuro.

A metodologia utilizada nesta dissertação é a revisão crítica da literatura, através da qual foi possível efetuar uma combinação de diferentes perspetivas relativamente à política monetária e orçamental utilizadas em Portugal em resposta à recente crise financeira que se iniciou nos Estados Unidos da América (EUA) em agosto de 2007 e à crise pandémica a partir do início de 2020.

Ao longo da dissertação será realizada uma análise comparativa da resposta macroeconómica de Portugal face às duas crises já mencionadas. Esta comparação será feita essencialmente ao nível das causas, efeitos e medidas da política económica, composta pela política monetária e pela política orçamental, utilizadas para combater estes períodos inesperados que afetam gravemente a economia.

A política monetária na Zona Euro (ZE) é definida pelo BCE, cujo principal objetivo é manter a estabilidade dos preços, essencialmente através das taxas de juro de referência. A estabilidade de preços está refletida na taxa de inflação, que o BCE pretende manter próxima dos 2% no médio prazo (Draghi, 2014). Esta preocupação com a taxa de inflação deve-se ao

facto de períodos de inflação baixa ou até mesmo de deflação (descida generalizada dos preços) retraírem o consumo e o investimento, uma vez que os agentes económicos tendem a adiar as suas decisões de compra, fruto da subida das taxas de juro reais (Draghi, 2014).

O BCE controla a política monetária principalmente através das taxas de juro. As taxas de juro oficiais são cobradas ou pagas pelo BCE quando este concede créditos aos bancos ou recebe depósitos dos mesmos e é através desta taxa que o BCE consegue controlar a política monetária, ou seja, se o seu objetivo for fazer face a um período de elevada inflação, o BCE sobe as taxas de juro de referência (Banco de Portugal, 2023g). Contrariamente, se o objetivo for estimular o investimento e o consumo, o BCE procede à diminuição destas taxas. Isto deve-se ao facto de a alteração das taxas de juro oficiais pelo BCE produzir um impacto nas taxas praticadas pelos bancos comerciais, que são responsáveis pela concessão de créditos às empresas e às famílias (Banco de Portugal, 2023g).

As taxas de juro de referência subdividem-se em taxa de juro da facilidade permanente de depósito, taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e taxa de juro das *Main Refinancing Operations* (MRO) (Banco de Portugal, 2023g). A primeira corresponde à taxa paga pelo BCE aos bancos comerciais quando estes constituem depósitos junto do Banco Central, a segunda estabelece o pagamento efetuado pelos bancos comerciais quando o BCE lhes concede crédito por via da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa de juro das MRO estabelece igualmente o montante a pagar pelos bancos comerciais quando obtêm créditos junto do BCE, sendo que neste caso o prazo de vencimento do empréstimo é semanal e não *overnight*, como na taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez (Banco de Portugal, 2023g). O prazo *overnight* significa que o banco deve devolver o montante concedido pelo BCE, acrescido dos respetivos juros, no prazo de um dia útil (Banco Central Europeu, 2018).

As taxas de juro EURIBOR são taxas diretoras do BCE, que são atualizadas regularmente e servem de base a todo o género de contratos financeiros, como por exemplo, crédito à habitação, sendo, por isso, extremamente importante que estas sejam o mais transparentes e fiáveis possível (Euribor rates, 2023). Esta taxa reflete o custo estimado ao qual os bancos da ZE se financiariam entre si, e são determinadas com base nas taxas praticadas por um conjunto de bancos europeus (Banco de Portugal, 2023g). A EURIBOR é uma das taxas de juro mais importantes na ZE e em Portugal, devido essencialmente à sua influência no crédito à habitação, que se encontra indexado a esta, e à qual acresce ainda o spread (Banco de Portugal, 2023g). O spread, por sua vez, consiste no lucro obtido pela

instituição de crédito quando concede o empréstimo e varia com o risco incorrido pela mesma, tendo em conta as características do mutuário (Banco de Portugal, 2023f).

No que diz respeito à política orçamental, pode ser adotada uma abordagem expansionista ou contracionista. A primeira é aplicada em períodos de recessão económica e tem como objetivo aumentar o investimento e o consumo privados através do aumento das despesas públicas e da redução das taxas de juro, levando a um aumento do nível de preços. A segunda pretende provocar uma redução do investimento e do consumo através do aumento das taxas de juro e contração dos gastos do Estado. Esta é aplicada em períodos de inflação elevada, de modo a reduzir a procura e, consequentemente, o nível de preços.

Para além das taxas de juro, o BCE também recorre a medidas não convencionais de política monetária, nomeadamente em períodos em que é atingida a *Zero Lower Bound* em que a redução das taxas de juro deixa de produzir efeitos, ou seja, não cria um estímulo adicional à atividade económica. As medidas de política monetária não convencionais utilizadas pelo BCE podem ser as seguintes: aquisição de ativos em larga escala (obrigações de dívida pública, de empresas e outros títulos); *forward guidance*; taxas de juro de referência negativas (Bernanke et al., 2004). A primeira medida classifica-se como *quantitative easing*, que consiste numa medida adotada pelos bancos centrais, através da qual estes injetam capital no sistema bancário, através da compra em grande escala de ativos, com o objetivo de aumentar a liquidez interbancária e a oferta de moeda no mercado e consequentemente, os empréstimos concedidos ao setor privado, provocando um aumento do investimento e a dinamização da economia (Bernanke et al., 2004). Através dos regimes de crédito adicionais os bancos centrais estão autorizados a aceitar ativos que não cumprem “os critérios de elegibilidade” definidos pelo Eurosistema, como ativos de garantia na concessão de créditos aos bancos (Bernanke et al., 2004). O *forward guidance* acontece quando o banco central partilha com clareza as suas intenções de política monetária, de modo que os bancos, as empresas e as famílias tenham um maior conhecimento sobre as taxas de juro futuras, sendo que dessa forma, o banco central consegue estimular o investimento e o consumo, dinamizando a economia e estabilizando o nível de preços, cumprindo o objetivo de uma taxa de inflação próxima dos 2% (Bernanke et al., 2004).

Enquanto que, no caso da política monetária, Portugal se encontra dependente das medidas determinadas pelo BCE, que são centralizadas e comuns a todos os estados-membros da ZE, no caso da política orçamental, o mesmo não acontece. A decisão sobre as medidas orçamentais compete ao Estado português, não devendo, no entanto, colocar em

causa a estabilidade económica da União Económica e Monetária, obedecendo por isso, a um conjunto de regras de coordenação estabelecidas a nível da ZE, nomeadamente o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) que teve a sua origem no Tratado de Maastricht (Franco & Balassone, 2000). Estes dois instrumentos proíbem os défices excessivos em todos os países da ZE, ou seja, situações em que o défice orçamental ultrapasse 3% do PIB e a dívida pública ultrapasse 60% do PIB, salvo situações excecionais, como é o caso de recessões económicas, em que estes valores máximos podem ser ultrapassados sem a implicação da abertura de um *Excessive Deficit Procedure* (EDP) (Franco & Balassone, 2000).

No âmbito da política orçamental, o Estado português controla as receitas e as despesas públicas, de modo a assegurar a satisfação das necessidades coletivas de forma eficiente, a redução das desigualdades sociais através da redistribuição do rendimento, promovendo a equidade e mantendo a estabilização da economia, por exemplo, através do combate ao desemprego (Mota, 2023). Para isso, no caso das receitas, utiliza alguns instrumentos como os impostos diretos, que incidem sobre os rendimentos, e indiretos, que incidem sobre o consumo, e as contribuições para a segurança social (Mota, 2023). Relativamente às despesas públicas, o Estado é responsável pelas transferências sociais como subsídios, pensões, etc; compras de bens e serviços; e investimento público (Mota, 2023). O défice ou superavit orçamental resultam da diferença entre as despesas e as receitas do Estado. Quando o objetivo do Estado é o crescimento da economia e do emprego, geralmente adota uma política orçamental expansionista, que visa diminuir as receitas e aumentar as despesas, ou seja, aumentar o défice orçamental.

Às despesas e receitas encontram-se associados os multiplicadores orçamentais, isto é o quociente entre a variação do rendimento nacional e a variação unitária do instrumento de política orçamental que lhe deu origem, estabelecendo assim uma relação entre a despesa/receita e o PIB (Skidelsky et al., 2018). No caso da despesa, quando o multiplicador é superior a 1, o seu efeito no PIB será maior do que o aumento da despesa e se o valor do multiplicador for igual a 1, o efeito no PIB é proporcional ao aumento da despesa pública (Skidelsky et al., 2018). Caso esteja compreendido entre 0 e 1, a diminuição da despesa pública terá um efeito negativo no PIB (Skidelsky et al., 2018). O efeito multiplicador da despesa é sempre superior, em valores absolutos, ao efeito da receita, e este último tem sempre um valor negativo, uma vez que um aumento dos impostos origina uma variação negativa do PIB real (Skidelsky et al., 2018).

Este estudo encontra-se dividido em 4 capítulos. O capítulo 1 incide sobre as causas e o desenvolvimento da crise financeira de 2007 e a crise provocada pela pandemia da Covid-19, globalmente e mais especificamente na economia portuguesa, através da análise de literatura relevante. O capítulo 2 aborda a resposta adotada pelo Governo português no combate às crises já mencionadas, no que diz respeito à política orçamental, bem como a reação do BCE face a ambas as crises. No capítulo 3, é realizada uma análise comparativa da evolução da economia portuguesa em relação à média da ZE e entre os países-membros, mediante o estudo de alguns indicadores, como a taxa de crescimento real do PIB, a taxa de desemprego, a dívida pública em percentagem do PIB, a taxa de inflação, a taxa de juro implícita nas OT a 10 anos, a balança corrente em percentagem do PIB, a relação entre os estímulos fiscais adotados, bem como as medidas de política monetária aplicadas e a recuperação económica dos países. Por fim, no último capítulo são tiradas algumas conclusões acerca da eficácia das políticas adotadas em ambos os períodos, tendo em conta toda a análise efetuada no decorrer do estudo.

Capítulo 1 - As Causas e o Desenvolvimento/Consequências das Crises Recentes

1.1 A Recente Crise Financeira

1.1.1 Os Desenvolvimentos da Crise

A crise financeira do *subprime* teve início em 2007 e afetou toda a economia global. A crise teve origem no mercado imobiliário dos EUA, mais especificamente no mercado de créditos *subprime*. Estes empréstimos eram concedidos a mutuários com fraca capacidade financeira para pagamento das suas prestações, sendo por isso, considerados de alto risco face à elevada probabilidade de falha de pagamento. Eram aplicadas taxas de juro mais altas do que nos créditos tradicionais, como forma de compensar o risco de não pagamento. Muitas vezes, os créditos *subprime* tinham taxas de juros variáveis, o que significa que o valor das prestações poderia flutuar ao longo do tempo, tornando difícil para os mutuários a previsão dos pagamentos futuros. Por vezes, estes créditos permitiam que os mutuários pagassem apenas o montante relativo aos juros por um período inicial, e posteriormente aumentavam o valor das prestações, passando então a amortizar o próprio empréstimo (Shiller, 2008; Blinder, 2013).

Como resultado, a procura por empréstimos de alto risco associados a imóveis aumentou exponencialmente nos EUA, pois muitas famílias começaram a adquirir imóveis que anteriormente não eram capazes de pagar. Isto gerou uma subida dos preços dos imóveis para níveis insustentáveis, o que os tornou investimentos seguros e rentáveis, atraindo um elevado número de investidores. No entanto, em 2006, deu-se uma queda no preço dos imóveis, fruto da incapacidade de pagamento das hipotecas por parte de muitas famílias, face aos elevados empréstimos *subprime* em que incorreram, ou seja, a oferta de imóveis começou a exceder a procura e os preços caíram abruptamente, tornando-se um investimento cada vez menos atraente. Além disso, muitos proprietários entraram em processos de execução hipotecária devido à redução significativa do valor dos seus imóveis, o que levou a perdas elevadíssimas, pois muitos deles tinham investido em propriedades com elevado valor de mercado com a expectativa de valorização futura (Bernanke, 2017).

Resumidamente, deu-se uma bolha imobiliária, ou seja, os preços dos imóveis subiram exponencialmente face à facilidade de obtenção de empréstimos, no entanto quando

os mutuários deixaram de ter capacidade para pagar as suas hipotecas, a procura diminuiu e os preços dos imóveis caíram bruscamente, desencadeando uma crise financeira. Esta queda nos preços dos imóveis levou a uma crise no mercado imobiliário de *subprime*, uma vez que muitos mutuários viram o valor dos seus imóveis cair para valores inferiores ao valor dos seus empréstimos, deixando-os com dívidas elevadíssimas (Bernanke, 2017). Tudo isto se agravou com o processo de titularização de ativos, isto é, um processo realizado pelos bancos de investimento através do qual é feito um agrupamento de ativos financeiros ou empréstimos não negociáveis em títulos negociáveis no mercado, que representam a dívida a pagar pelos mutuários (Vink & Thibault, 2008; Fernandes et al., 2022). Os produtos que resultam do processo de titularização estão divididos em três classes principais, os *Asset Backed Securities* (ABS), *Mortgage-Backed Securities* (MBS) e os *Collateralized Debt Obligations* (CDO). Segundo Vink e Thibault (2008), os ABS são títulos cujo rendimento é gerado por um grupo de ativos de pequena dimensão que atuam como garantia, sendo que cada título representa uma fração de um conjunto de ativos, permitindo a diversificação do risco. Entre estes ativos podem ser encontrados os créditos automóvel, pagamentos de cartões de crédito, créditos ao consumo, entre outros, exceto empréstimos hipotecários. As MBS são títulos garantidos por um conjunto de hipotecas e o seu rendimento depende dos *cash-flows* a estas associados. Já os CDO são semelhantes às MBS, mas não incluem somente empréstimos hipotecários, isto é, vários tipos de ativos podem ser agrupados e vendidos em parcelas. Os ativos de garantia utilizados nos CDO correspondem aos ativos de maior risco de um conjunto MBS ou ABS, podendo também incluir outros CDO. Em todos os casos são atribuídas classes aos produtos, que implicam prioridades de recebimento distintas para os investidores, o que origina maior ou menor risco subjacente (Vink & Thibault, 2008; Fernandes et al., 2022).

As agências de classificação de risco como a *S&P Global Ratings* eram responsáveis pela atribuição de um determinado nível de risco a estes títulos. Porém, muitas agências sobrestimaram a qualidade dos títulos, uma vez que consideraram muitos deles como sendo de baixo risco apesar de conterem empréstimos de fraca qualidade (Krugman, 2008). Os títulos baseados em hipotecas eram considerados seguros porque eram garantidos por imóveis, todavia quando a falta de pagamento em massa começou a afetar os créditos *subprime*, os títulos perderam o seu valor, as instituições financeiras que eram detentoras dos títulos começaram a desenvolver problemas financeiros, deixando-as à beira da falência, e os investidores sofreram perdas significativas face aos investimentos arriscados em que incorreram (Bernanke, 2017).

Durante o terceiro trimestre de 2007, a exposição ao mercado das hipotecas começou a deixar muitas instituições financeiras com problemas de liquidez, levando a que o valor das suas ações caísse drasticamente (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). Esta situação rapidamente se espalhou para outros países, afetando um vasto leque de empresas em todo o mundo, como foi o caso do *Northern Rock*, no Reino Unido. Em fevereiro de 2008, o banco britânico *Northern Rock* foi nacionalizado por motivos de falta de liquidez, uma vez que esta instituição captava financiamento de curto prazo e posteriormente concedia empréstimos hipotecários de longo prazo, utilizando esses mesmos fundos (Shin, 2009). Quando a crise financeira eclodiu nos EUA, em agosto de 2007, os bancos deixaram de conceder empréstimos entre si, o que levou a que o *Northern Rock* deixasse de ter capacidade para pagar os empréstimos de curto prazo em que tinha incorrido (Shin, 2009). Em setembro de 2007, recebeu uma injeção de capital por parte do *Bank of England*, o que desencadeou o pânico, pois as pessoas que tinham depósitos neste banco, dirigiram-se aos balcões na tentativa de reaverem as suas poupanças o mais rápido possível. Sendo assim, o *Northern Rock* foi resgatado pelo Governo britânico, de modo a evitar a sua insolvência (Shin, 2009).

No final de 2007, o sistema financeiro norte-americano encontrava-se gravemente afetado por falta de liquidez, na medida em que os bancos apresentavam grandes prejuízos devido à falta de pagamento dos empréstimos imobiliários por parte dos particulares e também à queda do valor dos CDO e MBS. O que inicialmente atingiu os bancos de grande dimensão, rapidamente também contaminou as instituições financeiras mais pequenas, o que acabou por dificultar o acesso ao crédito por parte das famílias e empresas. No início de 2008, na tentativa de evitar as insolvências, alguns grandes bancos começaram a procurar novos investidores de capital, tal como foi o caso da *Citigroup* em janeiro, e da *Washington Mutual* em abril (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011).

Porém, de acordo com o *The Financial Crisis Inquiry Commission* (2011), foram muitas as instituições financeiras que não conseguiram sobreviver ao choque da crise financeira. Uma delas foi o banco de investimento *Bear Stearns*, que ruuiu com a crise do *subprime*, devido à sua forte exposição a títulos hipotecários, utilizando uma elevada alavancagem, o que acabou por levar ao seu resgate pela Reserva Federal dos EUA (Fed) em março de 2008 e à sua aquisição pela empresa *JPMorgan Chase* a um preço muito reduzido comparativamente com o seu valor antes da crise (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). O Banco de investimento *Lehman Brothers*, que, na época em que a crise se iniciou, era um dos maiores bancos de investimento dos EUA, e uma das instituições financeiras mais importantes do

mundo antes da crise financeira, também colapsou durante a crise financeira, abrindo falência em setembro de 2008, depois de o governo dos EUA decidir não o resgatar. (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). Este banco tinha investido fortemente em títulos garantidos por hipotecas *subprime* e aquando da explosão da bolha imobiliária, seguido da queda drástica do valor desses títulos, o banco deparou-se com uma enorme dívida, deixando a empresa com graves dificuldades financeiras (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). A queda do *Bear Stearns*, do *Lehman Brothers*, do *Northern Rock* e muitos outros bancos gerou consequências profundas e duradouras no sistema financeiro global, fruto da interconexão e interdependência do mesmo. Tudo isto gerou também uma vaga de desconfiança generalizada entre as instituições financeiras, que congelaram os créditos, levando a um agravamento geral dos problemas financeiros das organizações a nível global, dando origem a uma Recessão mundial, cujo início foi assinalado pelo colapso do *Lehman Brothers* (Sorkin, 2009).

1.1.2 Crise da Dívida Soberana

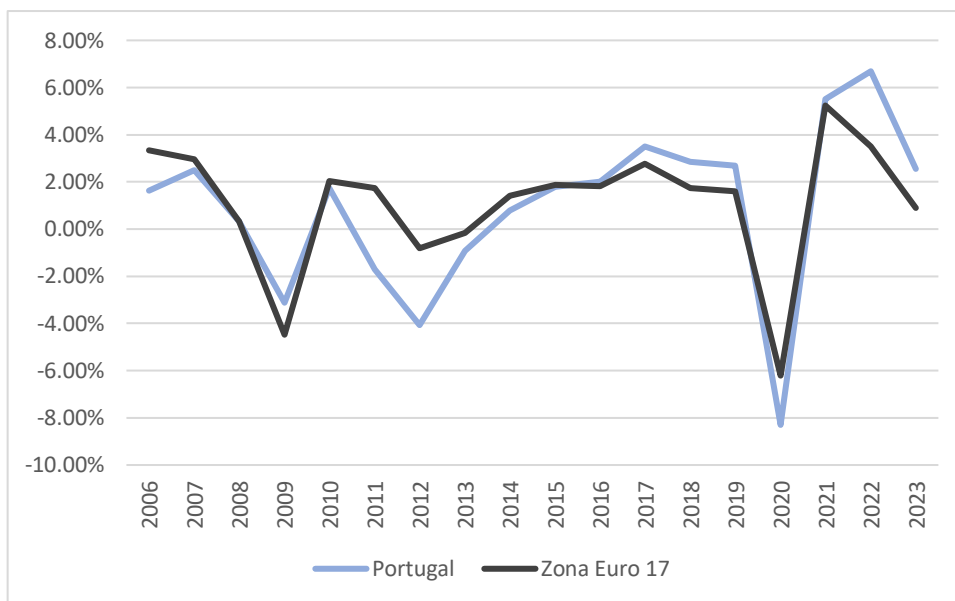
Inúmeras instituições financeiras por todo o mundo tinham investido em títulos garantidos por hipotecas, o que fez com que a crise não afetasse apenas os EUA, levando, assim, a uma recessão global. Muitos investidores, incluindo na Europa, captavam poupanças e aplicavam-nas nestes títulos, o que aumentou ainda mais a exposição do sistema financeiro europeu à crise. Para além disso, algumas instituições financeiras europeias também financiavam bancos norte-americanos, que, por sua vez, tinham investido nesses mesmos títulos (Banco de Portugal, 2018).

Face a esta situação, quando os bancos europeus tentavam recorrer a créditos junto de outros bancos, estes dificilmente os concediam, em parte por também se encontrarem com problemas de liquidez ou então devido à falta de confiança que tinham no sistema financeiro. Como resultado, verificou-se um aumento da taxa de juro interbancária, isto é, as taxas praticadas entre bancos quando se refinanciam entre si, que se refletiu, por um lado, numa maior dificuldade de acesso ao crédito pelas empresas e famílias, afetando negativamente o investimento e o consumo privados e consequentemente a atividade económica europeia, gerando um agravamento da dívida pública dos países periféricos da ZE (Krugman, 2012).

Assim, em 2012, encontrava-se instalada na Europa uma crise de dívida soberana, que será explicada no próximo capítulo, e que afetou principalmente os seguintes países, também denominados PIIGS: Grécia, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha. Este grupo de países tinha algumas características em comum, tais como o crescimento económico ser suportado pelo recurso ao crédito no setor privado (Brender et al., 2013). No entanto, com a explosão da bolha imobiliária nos EUA, as empresas deixaram de ter capacidade para pagar os seus empréstimos, o que gerou uma redução no crescimento económico. Adicionalmente, os PIIGS tinham um elevado défice orçamental e níveis de dívida pública, que se agravou com a crise, resultando num aumento do endividamento, e tornando estes países cada vez menos atrativos para os investidores. A falta de capacidade dos países de pagamento das suas dívidas levou a um aumento das taxas de juro implícitas nas OT a 10 anos, o que dificultou ainda mais a sua recuperação (Brender et al., 2013; Mota et al., 2015). Finalmente, o aumento significativo do desemprego, que resultou das dificuldades financeiras que muitas empresas enfrentavam no período que se seguiu à instalação da crise na Europa, vendo-se obrigadas a encerrar a sua atividade ou reduzir pessoal. Além disso, Espanha, Grécia e Portugal são países em que a democracia foi instalada recentemente, o que está diretamente relacionado com a menor transparência ao nível do processo orçamentário do Estado (Fernandes & Mota, 2012).

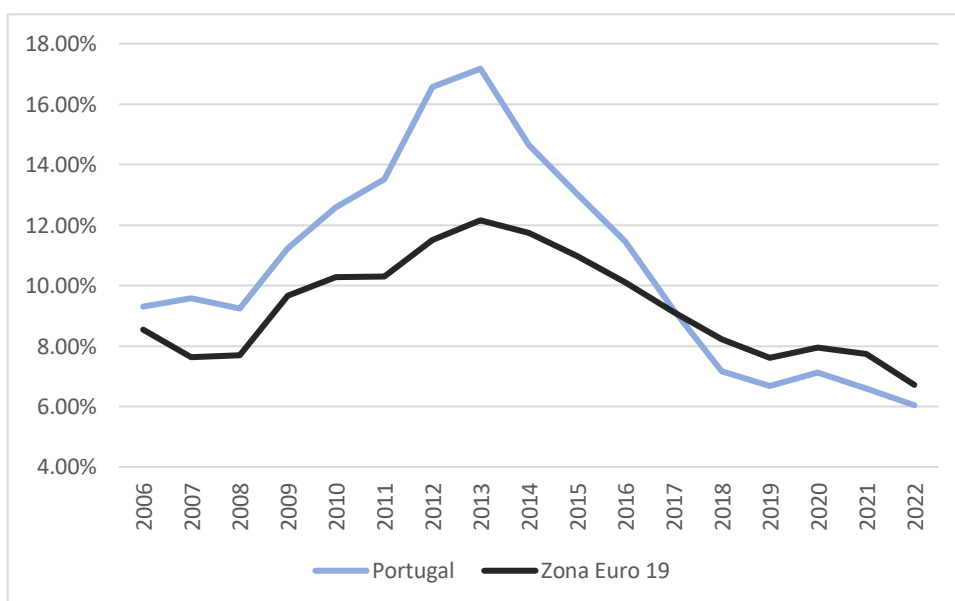
Resumidamente, em 2012, a ZE atravessava um período marcado pelo fraco crescimento económico (ver Figura 1), associado a níveis de desemprego e valores de dívida pública em percentagem do PIB elevados (ver Figura 2 e 3) e taxas de inflação decrescentes (ver Figura 4).

Figura 1. Taxa de crescimento real do PIB (em %)



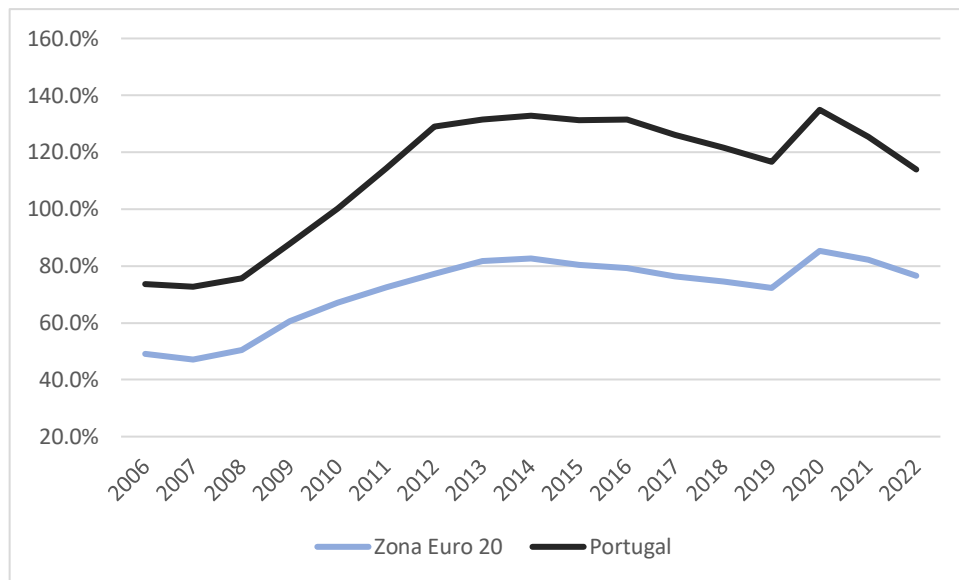
Fonte: (OECD, 2023c)

Figura 2. Taxa de desemprego (em %)



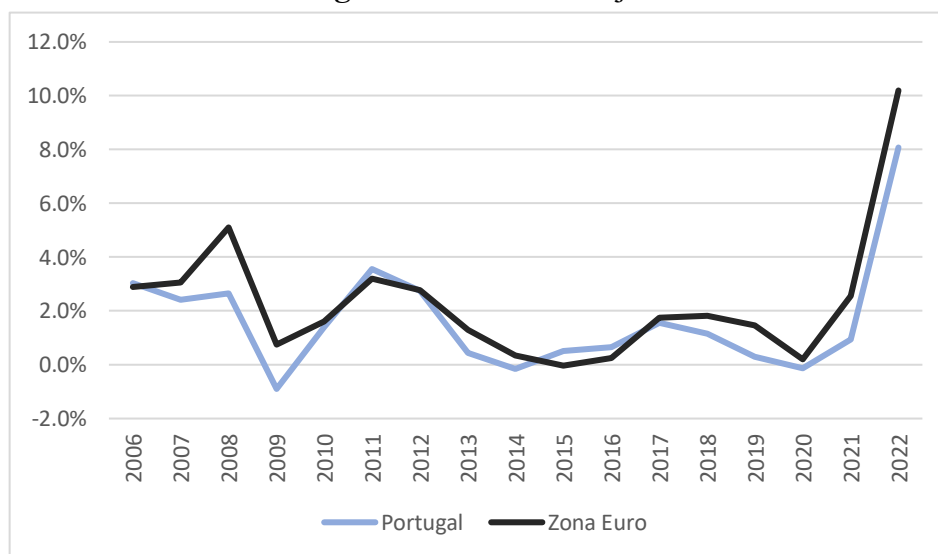
Fonte: (OECD, 2023e)

Figura 3. Dívida pública em percentagem do PIB



Fonte: (Eurostat, 2023a)

Figura 4. Taxa de inflação



Fonte: (BCE, 2023)

1.1.3 As Causas da Crise de 2007

A Grande Recessão de 2008, provocada pela crise financeira é extremamente complexa e teve origem em vários acontecimentos distintos. O estudo das causas da crise é de elevada importância, de modo a prevenir futuras crises e desenvolver medidas de combate

às mesmas. A causa imediata da crise foi o reventar da bolha imobiliária, que se formou nos EUA na década de 2000. Esta bolha teve origem na concessão de créditos facilitados pelos bancos, o que gerou uma expansão do crédito, um aumento da procura dos imóveis e a consequente subida dos preços dos mesmos (Bernanke, 2017).

De acordo com *Taleb* (2007), outra causa foi a criação, pelas instituições financeiras, de instrumentos financeiros resultantes da titularização de ativos de elevada complexidade e bastante arriscados, como os títulos baseados em hipotecas, também denominados MBS ou CDO, já mencionados anteriormente. Os CDO, à semelhança dos MBS, são investimentos financeiros que agrupam diferentes tipos de empréstimos e os divide em parcelas para que os investidores possam investir em cada parcela individualmente. Cada uma dessas parcelas tem um nível diferente de risco e retorno. A principal diferença entre os MBS e os CDO é o facto de os CDO serem títulos que incluem diferentes tipos de dívida, e não só empréstimos hipotecários. No período que antecedeu a crise financeira, face ao aumento da concessão de créditos imobiliários, muitos CDO passaram a incluir parcelas destes empréstimos de alto risco, incluindo de outros CDO. Muitos investidores tanto nos EUA, como por exemplo, *Citigroup*, *Merrill Lynch* e *UBS*, como por todo o mundo detinham CDO, por isso, à medida que os empréstimos começaram a deixar de ser pagos pelas famílias que os contraíram, os investidores depararam-se com perdas financeiras significativas, levando ao colapso de muitas instituições financeiras (*Taleb*, 2007).

A falta de supervisão regulatória adequada por parte das autoridades financeiras na monitorização e controlo destes riscos financeiros, permitiu que as instituições financeiras continuassem a assumir riscos excessivos e imprudentes. Para além disso, a complexidade dos CDO tornava difícil para os investidores entenderem exatamente quais os ativos que os compunham e consequentemente qual o seu risco real, bem como a correta avaliação do seu valor por parte das agências de classificação de crédito, que atribuem classificações às diversas parcelas dos CDO com base na qualidade dos ativos subjacentes, risco de não pagamento, histórico de pagamentos, entre outros. Os investidores utilizam essas classificações como uma forma de avaliar o risco de cada parcela dos CDO antes de realizarem o investimento (*Taleb*, 2007).

Segundo *Stiglitz* (2001) as maiores causas da crise foram a bolha imobiliária, a alavancagem excessiva das instituições financeiras e a falta de regulamentação por parte das autoridades financeiras. Todos estes fatores foram ampliados pela globalização e interligação dos mercados financeiros internacionais. O autor defende que a bolha imobiliária se deveu a

fatores como a facilidade de obtenção de empréstimos por parte das famílias, uma vez que as instituições financeiras estavam dispostas a conceder empréstimos arriscados a mutuários sem comprovativo de rendimentos e de ativos colaterais adequados. Estes empréstimos foram agrupados em títulos que foram vendidos a investidores por todo o globo, criando a bolha imobiliária (Stiglitz, 2001). Para além disso, as instituições financeiras utilizavam alavancagem excessiva para aumentar os seus lucros, ou seja, aumentavam o seu nível de endividamento quer através de empréstimos junto de outros bancos quer mediante investimentos na Bolsa de valores, o que as tornou vulneráveis a choques no mercado financeiro (Eggertsson & Krugman, 2012; Stiglitz, 2012). Quando a bolha imobiliária rebentou, muitas dessas instituições sofreram perdas significativas e até falência. Finalmente, a complexidade dos instrumentos financeiros dificultou a monitorização do sistema financeiro por parte das entidades reguladoras, bem como a identificação dos riscos potenciais (Yale, 2009).

De acordo com *Krugman* (2008), o aumento do crédito imobiliário deveu-se à concessão de créditos a famílias com rendimentos baixos, que não tinham capacidade de pagar as suas dívidas no longo prazo, potenciando a bolha imobiliária. A especulação financeira aumentou ainda mais esta bolha, à medida que os investidores compravam títulos baseados em hipotecas de alto risco, com a expectativa de obter lucro com a valorização dos imóveis no futuro (Calem et al., 2004; Krugman, 2008).

Para além disto, *Krugman* (2008) destaca que o processo de titularização, ou seja, transformação de empréstimos em títulos negociáveis no mercado, permitiu que as instituições financeiras transferissem o risco para outros investidores e criassem os tais CDO. Estes instrumentos eram considerados seguros pelos investidores, uma vez que eram classificados como AAA pelas instituições de avaliação de crédito, apesar de se verificar que eram altamente arriscados quando a bolha imobiliária explodiu (Krugman, 2008). Tal como *Stiglitz* (2001), *Krugman* (2009) critica a falta de regulação das autoridades financeiras, que falharam não só no controlo dos riscos no sistema financeiro, mas também na proteção dos consumidores face a práticas arriscadas de empréstimos imobiliários (Krugman, 2009).

Por outro lado, *Reinhart* (2010) defende que a alavancagem financeira, isto é, a utilização da dívida para financiar investimentos, foi um dos principais fatores que contribuíram para o despoletar da crise. Antes da crise, as instituições financeiras aumentaram a sua alavancagem para níveis insustentáveis, assumindo riscos excessivos e investindo em ativos de alto risco como os títulos baseados em hipotecas (Reinhart &

Reinhart, 2010). *Reinhart e Rogoff* (2009) destacam o papel da interligação global na crise financeira, na medida em que a mesma teve origem nos EUA, mas rapidamente se espalhou para todo o mundo. A falência de grandes instituições financeiras nos EUA, como por exemplo, o *Lehman Brothers* afetou os mercados financeiros em todo o mundo (Reinhart & Rogoff, 2008). Estes dois autores destacam também a importância da dívida pública na crise financeira, argumentando que a mesma foi agravada pelos elevados valores em que se encontrava a dívida pública de muitos países desenvolvidos, como os EUA, Japão, alguns países europeus que posteriormente se depararam com o desencadeamento de uma crise da dívida soberana na Europa, entre outros. Esta situação torna os países mais vulneráveis a riscos externos como as crises, principalmente se se tratar de uma dívida a curto prazo e de necessidade de constante refinanciamento, pois transmite uma idealização errada das políticas adotadas pelo governo, da capacidade das instituições financeiras de obterem lucros avultados ou do nível de vida do país (Reinhart & Rogoff, 2008).

1.2 Crise Económica Provocada pela Pandemia da Covid-19

1.2.1 Os Desenvolvimentos da Crise

A pandemia da COVID-19 foi um evento histórico sem precedentes que afetou quase todos os aspetos da vida humana em todo o mundo. O surto teve origem no final de 2019 na cidade de *Wuhan*, na China, quando um grupo de pessoas apresentou sintomas semelhantes aos da gripe (Miroudot, 2020). O vírus espalhou-se rapidamente para outros países e, em março de 2020, a Organização Mundial de Saúde declarou oficialmente a COVID-19 como uma pandemia. O número de casos e mortes cresceu exponencialmente em todo o mundo, levando muitos países a adotar medidas drásticas para tentar conter a disseminação do vírus (Bagus et al., 2023). As medidas incluíram o encerramento de escolas e empresas, proibição de ajuntamentos, limitação de circulação e isolamento social (Bagus et al., 2023). Estas medidas fomentaram uma crise económica global sem precedentes, que afetou quase todos os setores da economia e levou a uma recessão global. Entre as causas desta recessão encontram-se a disrupção das cadeias de abastecimento, o encerramento de empresas, a interrupção das atividades económicas e a redução da procura global, reduzindo as exportações e a produção em muitos países (Meyer et al., 2023). O desemprego aumentou

drasticamente em muitos países, especialmente em setores como o turismo e o entretenimento (Boone et al., 2020).

A disrupção das cadeias de valor globais, foi provocada pela interrupção na produção devido ao encerramento de fábricas, restrições de transporte e de fornecimento de matérias-primas em todo o mundo (Miroudot, 2020). O aumento dos custos de transporte tornou o processo de exportação mais caro (Miroudot, 2020). Em certos países, foram até mesmo criadas restrições às exportações de certos bens, como foi o caso da Índia e do Vietnã que impuseram restrições às exportações de bens de proteção individual e medicamentos, de modo a assegurar o abastecimento interno da população. Nos EUA foram também aumentadas as tarifas comerciais sobre determinados produtos provenientes da China (Hoekman et al., 2020). Adicionalmente, deu-se uma alteração nos padrões de consumo das famílias, nomeadamente um aumento da procura de bens de proteção individual como máscaras e desinfetantes e por outro lado, uma queda da procura de roupa e calçado (Baldwin et al., 2020).

1.2.2 As Causas da Crise da Covid-19

Foram várias as causas associadas à crise da Covid-19, entre elas encontra-se, segundo *Blanchard e Jean Pisani-Ferry* (2021), as persistentes medidas de encerramento de fronteiras entre os países, cujo objetivo foi conter o número de infeções, bem como os confinamentos sucessivos cuja duração era por vezes imprevisível. Consequentemente, estas restrições tiveram impactos negativos no turismo, que, no caso português é responsável por uma grande percentagem do PIB. Em 2019 o consumo de turismo no território económico nacional era de 15,3% do PIB e em 2020 caiu para 8,4% (Instituto Nacional de Estatística, 2023).

Para além disso, também se deram perturbações ao nível das cadeias de valor globais, devido às restrições no transporte de bens. Alterações na oferta e na procura também ocorreram, face às alterações no consumo das famílias, como por exemplo, no caso dos serviços de hotelaria, restauração e entretenimento, cujo consumo reduziu significativamente devido, por um lado às restrições impostas pelo Governo e por outro lado à relutância e receio da população em retomar as atividades sociais, independentemente da imposição de limitações (Blanchard & Pisani-Ferry, 2021). Além disso, a procura diminuiu de um modo

geral e a poupança aumentou, face à incerteza quanto ao futuro (Blanchard & Pisani-Ferry, 2021).

Gopinath (2020) argumenta que esta crise económica foi causada por um choque na oferta e na procura. O choque na oferta ocorreu devido às medidas de contenção adotadas pelos governos para controlar a disseminação do vírus, que interromperam as cadeias de abastecimento e reduziram a produção em muitos setores. Por exemplo, o encerramento temporário de fábricas devido a medidas de isolamento e a interrupção na distribuição e transporte de mercadorias devido às restrições de mobilidade (Gopinath, 2020). Por outro lado, o choque na procura deveu-se ao impacto que a pandemia teve no emprego e no rendimento das famílias, levando a uma queda na procura de bens e serviços. Sendo assim, os consumidores reduziram os seus gastos com bens não essenciais e a predisposição para poupar aumentou face à imprevisibilidade futura (Gopinath, 2020). A combinação destes dois choques criou um ambiente económico desafiador, em que muitas empresas lutavam para sobreviver e o desemprego era bastante elevado. Além disso, a crise económica teve um efeito dominó em muitos outros setores, levando a uma recessão global (Gopinath, 2020).

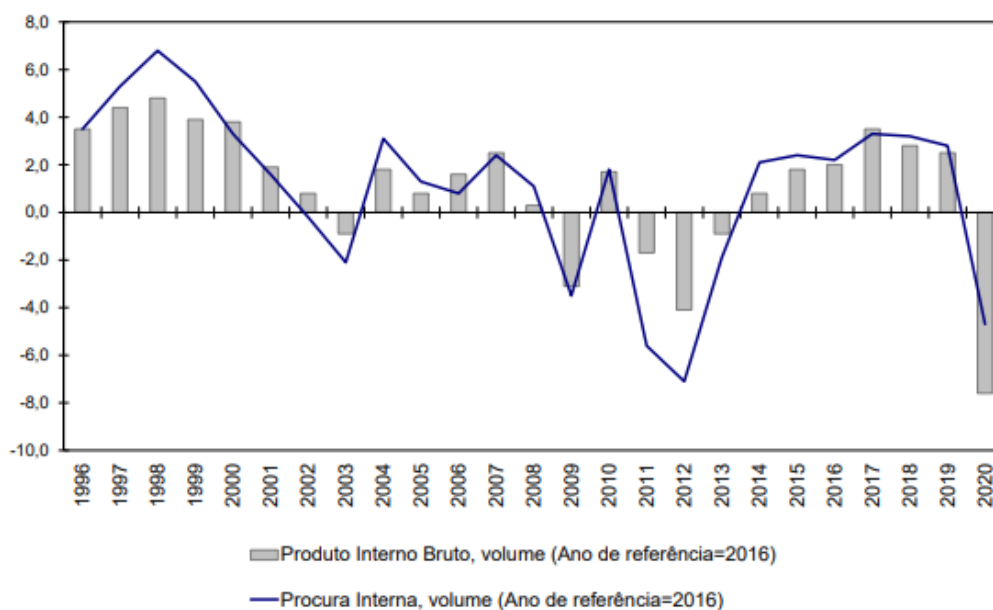
Numa outra perspetiva, *Stiglitz* (2016) argumenta que, de um modo geral a crise foi causada pela falta de preparação dos governos para uma pandemia global e pela falta de investimento adequado no setor da saúde, nomeadamente em testes, equipamentos de proteção individual, camas de hospital e pessoal especializado. Além disso, o autor defende que as desigualdades económicas e sociais contribuíram para o agravamento da crise. Em relação à falta de preparação dos governos, *Stiglitz* (2016) aponta que muitos países não estavam prontos para enfrentar uma pandemia global, como resultado, os governos encontravam-se desprevenidos quando a pandemia surgiu, o que levou a que muitos deles tivessem de adotar medidas extremas de contenção para tentar controlar a dispersão do vírus.

Além disso, *Stiglitz* (2016) relata que os trabalhadores menos qualificados e com baixos rendimentos foram os mais afetados pela crise, já que muitos desses trabalhadores se encontravam empregados em setores que foram fortemente impactados pelas medidas de contenção, como serviços de hotelaria, turismo e entretenimento, cuja opção de trabalho remoto não era possível.

1.2.3 O Caso Português

A crise pandémica afetou Portugal devido a diversos fatores tais como a queda abrupta na procura interna (-4,7% em 2020), nomeadamente no consumo privado e no investimento, decorrente da incerteza quanto ao futuro, o que se traduz num aumento da poupança (INE, 2021a). A procura interna é uma das componentes mais importantes do PIB, representando um contributo de -4,6 pontos percentuais para a variação do PIB, em 2020 (2,8 pontos percentuais em 2019) (ver Figura 5). O consumo privado sofreu uma redução de 5,9% em 2020, ao qual se seguiu um crescimento de 4,5% no ano seguinte. Já o investimento registou uma quebra de 4,9% em 2020, apresentando uma recuperação de 6,4% em 2021 (INE, 2021a).

Figura 5. Produto Interno Bruto e Procura Interna, volume (ano de referência=2016) - Taxa de variação anual

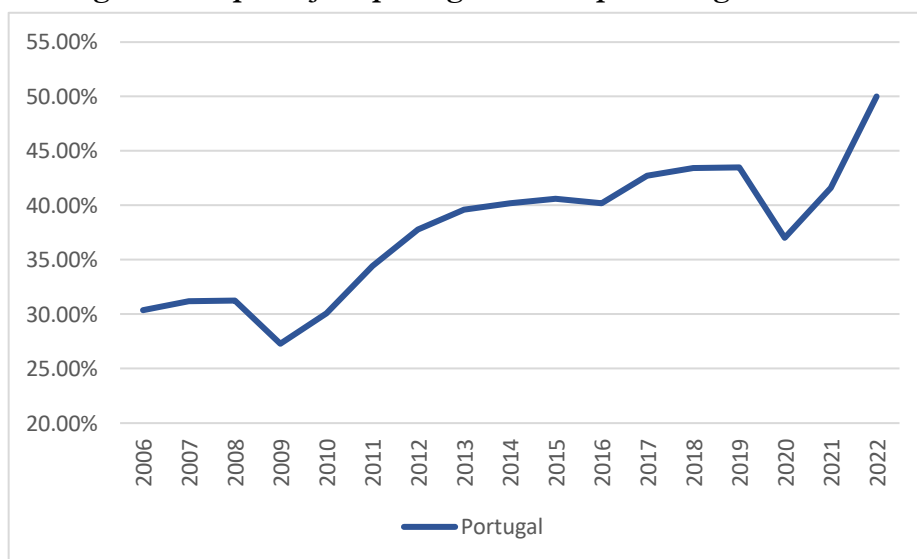


Fonte: (INE, 2021a)

Outro dos motivos que mais prejudicou Portugal durante a crise da Covid-19 foram as perturbações no comércio internacional, isto é, a pandemia teve um impacto significativo tanto nas cadeias de valor globais, o que gerou problemas logísticos de exportação, como na procura de certos bens e serviços, levando a uma diminuição dos fluxos de comércio internacional (Amador et al., 2021). Isto afetou diretamente as exportações portuguesas, especialmente as relacionadas com os setores dos serviços (turismo e transportes) e a

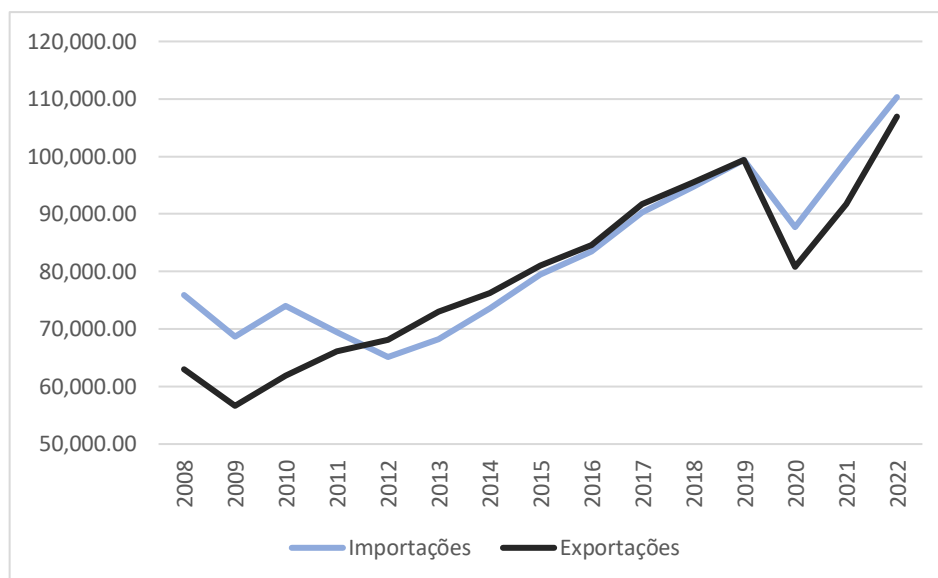
atividade económica em Portugal, uma vez que o crescimento económico do país depende em parte das exportações, que em 2019 representavam cerca de 45% do PIB (ver Figura 6), pois o aumento da procura por produtos nacionais leva ao aumento da produção e do emprego, bem como à geração de receita. De acordo com os dados da OECD, as exportações portuguesas caíram de cerca de 99.000 milhões de euros em 2019 para aproximadamente 81.000 milhões de euros em 2020 (ver Figura 7), o que representou uma variação negativa de 19%, devido à pandemia. Essa queda nas exportações foi sentida em vários setores, incluindo têxteis, vestuário, calçados e turismo. A queda das exportações gerou um impacto negativo no emprego, nomeadamente nos setores intensivos em mão de obra. Além disso, tal como já foi referido anteriormente, a pandemia também levou ao encerramento temporário de fábricas e empresas em todo o mundo, afetando a cadeia de abastecimento global e dificultando a importação de bens e matérias-primas para Portugal (Amador et al., 2021).

Figura 6. Exportações portuguesas em percentagem do PIB



Fonte: (OECD, 2023d)

Figura 7. Importações e exportações em Portugal (em milhões de dólares)



Fonte: (OECD, 2023d)

Segundo um inquérito com frequência semanal realizado pelo INE e pelo Banco de Portugal às empresas portuguesas, durante a segunda semana de abril de 2020, observou-se que o encerramento empresarial é superior quanto menor for a sua dimensão, sendo que cerca de 16% das empresas se encontravam temporariamente encerradas e 2% definitivamente (Banco de Portugal, 2020). Cerca de 37% das empresas reportaram uma redução do volume de negócios superior a 50% e 37% reportaram redução entre 10-50% (Banco de Portugal, 2020). As empresas que se encontram encerradas temporariamente, bem como as microempresas e as empresas do setor de Alojamento e Restauração reportaram uma redução superior a 75% (Banco de Portugal, 2020). Quando questionadas acerca do motivo destas reduções, as respostas mais frequentes foram ausência de clientes e as restrições do estado de emergência (Banco de Portugal, 2020).

Quanto ao emprego, e ainda de acordo com o estudo do Banco de Portugal às empresas, 61% das entidades reportaram redução de pessoal, sendo que esta situação é tanto maior quanto maior a dimensão da empresa e é também mais frequente no setor de Alojamento, restauração, transportes e armazenagem. Relativamente à necessidade de financiamento, praticamente 50% das empresas encontrava-se com falta de liquidez para conseguir manter a sua atividade nos dois meses seguintes ao surgimento da pandemia, sem medidas de apoio adicionais (Banco de Portugal, 2020). De um modo geral, 12% das empresas recorreram a crédito adicional na semana anterior ao questionário, sendo que esta percentagem é superior nas PME's e inferior nas empresas de grande dimensão (Banco de

Portugal, 2020). Assim, podemos concluir que a redução das exportações e a diminuição da procura afetaram diretamente as empresas portuguesas, que sofreram com uma queda nas suas vendas e diminuição dos seus lucros. Para além disso, algumas empresas enfrentaram dificuldades na obtenção de financiamento durante a pandemia (Banco de Portugal, 2020). Isto teve um efeito em toda a economia portuguesa, afetando o emprego, o rendimento e a atividade económica em geral.

Outro fator que impactou negativamente a economia portuguesa durante a crise originada pelo Covid-19 foi a sua dependência do turismo. De acordo com o INE (2021b), o número de turistas internacionais em Portugal diminuiu 73,7% em 2020 em comparação com o ano anterior, em consequência da pandemia. Essa queda nas visitas turísticas teve um impacto significativo na economia portuguesa, especialmente em hotéis, restaurantes e empresas de transporte. O turismo é responsável por uma percentagem significativa do PIB português, empregando um grande número de pessoas e gerando elevadas receitas para muitas empresas. Segundo o relatório do *World Travel & Tourism Council* (2018), o turismo, direta e indiretamente, representou cerca de 18% do PIB português em 2018, sendo um dos principais motores do crescimento económico do país. No entanto, com a pandemia, as restrições nas viagens e o encerramento de fronteiras levaram a uma queda dramática no turismo em Portugal, afetando negativamente outros setores que dependem do turismo, como a restauração, os transportes e o comércio. Esta dependência do turismo da economia portuguesa é um dos fatores que torna o país mais vulnerável a crises económicas e ao impacto de choques externos (Ferrão et al., 2022).

Por fim, a elevada dívida pública também foi um dos fatores que contribuiu para a degradação da economia portuguesa durante o período afetado pela Covid-19. De acordo com dados da Eurostat, a dívida pública portuguesa encontrava-se em 116,6% do PIB em 2019 (ver Figura 3), o que coloca Portugal entre os países com maior nível de dívida na ZE. Em 2020, esta percentagem subiu para 135% do PIB, ou seja, a pandemia provocou um aumento dos valores da dívida pública, que já se encontravam elevados no período pré-pandemia. Porém, os impactos da crise agravaram-se uma vez que os valores da dívida pública já se encontravam elevados antes da mesma (Ministério das Finanças, 2021).

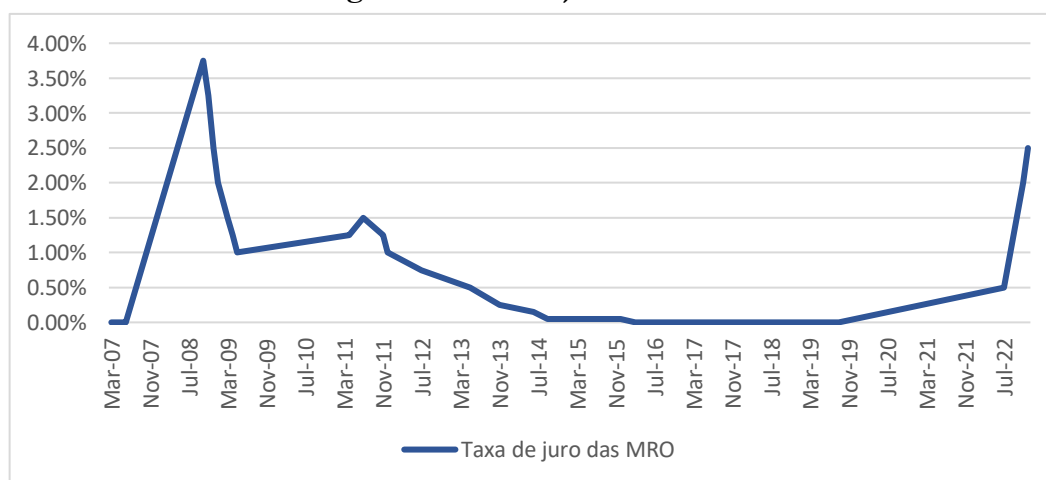
Capítulo 2 - Resposta da Política Macroeconómica às Crises Recentes

2.1 A Recente Crise financeira

2.1.1 A Política Monetária do BCE

Durante o período subsequente ao início da crise, a regulação do sistema bancário europeu não era homogénea, apesar de as diretivas europeias serem únicas para todos os estados-membros, ou seja, cada um destes países adaptava-as à sua realidade. Assim, o desenvolvimento da crise financeira com início em 2007, veio aumentar significativamente a necessidade de homogeneização da política monetária da ZE, bem como a responsabilidade de supervisão do BCE de modo a manter a estabilidade financeira da UE (Banco de Portugal, 2018). As diferenças económicas entre estados-membros, a intervenção tardia do BCE na redução das taxas de juro das MRO, apenas em outubro de 2008 (ver Figura 8), e a sobrestimação da recuperação da economia, aumentando as taxas de juro das MRO precocemente, mais precisamente em abril e julho de 2011 (ver Figura 8), bem como diminuindo os apoios monetários, vieram provocar um agravamento da crise financeira que se iniciou nos EUA e, mais tarde, dando lugar a uma crise da dívida soberana, o que levou a que a recuperação dos países fosse mais demorada.

Figura 8. Taxa de juro das MRO



Fonte: (ECB, 2023a)

De acordo com *Hartmann e Smets* (2018), nos anos que antecederam a crise financeira, a UE encontrava-se num período de expansão de crédito, nomeadamente observou-se um crescimento dos empréstimos concedidos ao setor privado, fruto das reduzidas taxas de juro praticadas. No decorrer da crise do *subprime* com origem nos EUA e que posteriormente atingiu a Europa, o BCE utilizou a sua política monetária convencional, isto é, procedeu à redução das taxas de juro de referência, apenas a partir de outubro de 2008. Nos meses subsequentes, com a decisão do BCE de redução das taxas de juro de referência para valores relativamente próximos de zero, as mesmas acabaram por perder a sua eficácia, o que levou o BCE a recorrer, complementarmente, a medidas não convencionais da política monetária (Hartmann & Smets, 2018).

Adicionalmente, e durante todo o período que se seguiu à crise financeira, o BCE desempenhou um papel fundamental na concessão de liquidez ao sistema financeiro, através das suas MRO e das *Long-Term Refinancing Operations* (LTRO). A taxa de juro das MRO foi reduzida até 1% entre outubro de 2008 e Maio de 2009. Em outubro de 2008, o BCE decidiu recorrer a um método de leilão de taxa fixa com colocação integral para as MRO e LTRO, isto é, os bancos poderiam beneficiar de toda a liquidez que necessitassem à taxa fixa estabelecida pelo BCE, ao contrário das usuais operações de financiamento, que eram efetuadas através de um leilão de taxa variável. Além disto, o BCE alargou a lista de ativos elegíveis como colaterais, que servem como garantia quando os bancos solicitam financiamento, tornando mais fácil o acesso dos bancos ao financiamento do BCE. A acrescentar, o BCE aumentou as maturidades das MRO e LTRO até 6 meses, em setembro de 2008 e estabeleceu *swaps* cambiais através dos quais concedeu empréstimos em dólares em dezembro de 2007, janeiro e março de 2008 e maio de 2010 (Hartmann & Smets, 2018).

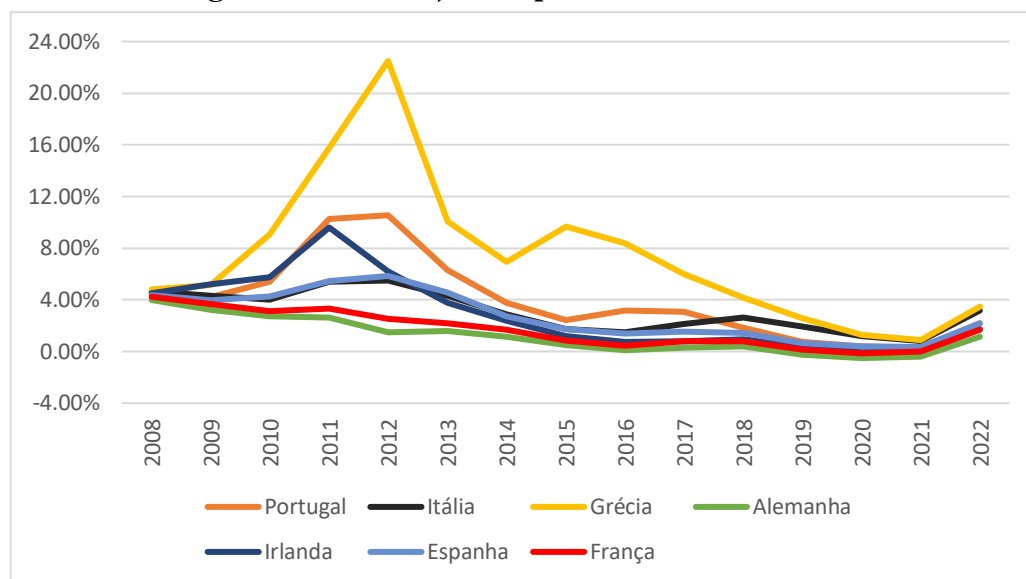
Em maio de 2009, foi anunciado o lançamento de LTRO com maturidade de 1 ano e o *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP), isto é, um programa de aquisição de *covered bonds* por parte do BCE, em que os bancos emitem títulos com garantia não só num conjunto de ativos específicos, mas também nos próprios ativos e recursos da instituição financeira, assegurando uma maior segurança e baixo risco para o investidor, neste caso, o BCE. Até ao término do programa em junho de 2010 foram adquiridas *covered bonds* no valor total de 60 mil milhões de euros, que foram mantidas pelo BCE até ao seu vencimento (European Central Bank, 2009, 2010b).

A adoção destas medidas permitiu um reequilíbrio da economia europeia, verificando-se no final de 2009 uma variação positiva do PIB real da ZE, o que levou a que

o BCE aos poucos extinguisse os apoios concedidos aos países. Com a crise, os défices orçamentais aumentaram significativamente, devido à necessidade de os governos implementarem medidas de apoio à economia, o que por consequência fez aumentar as *yields* das obrigações da dívida pública a 10 anos, principalmente em países como Itália, Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha (ver Figura 9). Este aumento foi provocado pelo aumento da perceção do risco por parte dos investidores, o que os levou a vender as suas obrigações, traduzindo-se na descida do seu valor, bem como na subida das taxas de juro nelas implícitas (Mota, 2023).

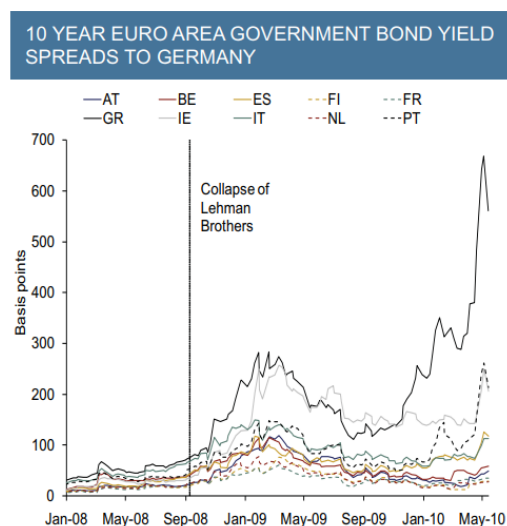
Em outubro de 2009, foi comunicado pelo recém-eleito novo governo grego que o défice orçamental para o ano de 2009 seria de 12,7% do PIB, e não 6% como tinha sido previsto pelo Governo anterior. Como consequência, no primeiro trimestre de 2010 o *spread* das *yields* das OT gregas a 10 anos em relação às alemãs aumentaram significativamente (ver Figura 10), fruto da desconfiança dos investidores na dívida pública do país, uma vez que o seu nível de endividamento era muito superior ao que era divulgado pelo Governo (Tavlas et al., 2011). O *spread* das *yields* das obrigações da dívida pública reflete a diferença de rendimento entre os títulos de dívida de dois países, neste caso utilizando a Alemanha como país de referência. Quanto mais elevado for o *spread*, maior é a perceção do risco associada ao governo emissor da dívida (Afonso et al., 2015). Esta situação rapidamente se espalhou para os restantes países periféricos europeus com problemas financeiros semelhantes, devido à falta de confiança dos investidores, o que fez descer o valor das obrigações da dívida pública e por sua vez, aumentar o *spread* das *yields*, tornando esses países cada vez menos atrativos para financiamento.

Figura 9. Taxas de juro implícitas nas OT a 10 anos



Fonte: (OECD, 2023b)

Figura 10. Spreads das taxas de juro implícitas nas OT a 10 anos relativamente à Alemanha (janeiro de 2008 a maio de 2010)



Fonte: (Afonso et al., 2015)

De modo a estabilizar os mercados de obrigações de dívidas soberanas e a assegurar o normal funcionamento da política monetária na ZE, em maio de 2010, o BCE adotou um programa denominado *Securities Markets Programme* (SMP) com duração até 2012. Ao abrigo do SMP o BCE adquiriu obrigações de dívida pública, no valor de 220 mil milhões de euros,

aos estados-membros que se encontravam numa situação precária, nomeadamente o grupo dos PIIGS (Eser et al., 2013). Em meados de 2012, tinham sido adquiridas ao abrigo do SMP, obrigações do tesouro portuguesas no valor de 5,7 mil milhões de euros (Sousa-Leite et al., 2022). Porém todas estas compras foram esterilizadas, através da adoção de medidas de absorção de liquidez levadas a cabo pelo BCE, de modo a anular o impacto da compra das obrigações na estabilidade de preços, pela via do aumento da liquidez do sistema bancário (European Central Bank, 2010a). Esta medida veio efetivamente reduzir a instabilidade das *yields* dívidas soberanas, porém os *spreads* mantiveram-se em valores elevados.

O clima de incerteza e desconfiança manteve-se na ZE devido à decisão tardia do BCE na reestruturação da dívida grega, cuja implementação apenas teve lugar no segundo trimestre de 2012. Estabeleceu-se um acordo de troca de obrigações soberanas da Grécia, que consistia no perdão de uma parte do valor dos títulos da dívida grega detidos pelos investidores privados, de modo que o país conseguisse fazer face ao seu elevado endividamento (Varoufakis, 2015).

Em abril e julho de 2011, o BCE decidiu aumentar as suas taxas de juro das MRO (ver Figura 8), com base na falsa crença de que a economia europeia se encontrasse já num período de recuperação pós crise, e a aproximar-se do seu normal funcionamento. Esta sobrevalorização do estado da economia deveu-se à evolução positiva da taxa de crescimento do PIB e da taxa de inflação na Europa, entre 2010 e 2011 (ver Figura 1 e 4).

Em 2010 e 2011 foram levados a cabo *stress tests* em toda a UE, que consistiam em simulações efetuadas às instituições financeiras com o intuito de analisar a sua capacidade de resposta a situações de tensão financeira, como as crises. Nos testes efetuados, a reprovação de alguns bancos fez aumentar a confiança no sistema bancário, no entanto esta logo se extinguiu, pois, muitos bancos que foram aprovados nos testes necessitaram de ser resgatados logo de seguida, como o caso do banco belga *Dexia*, em outubro de 2011 (European Banking Authority, 2011; Magnus et al., 2019). A instabilidade bancária vivida na Europa, aliada à falta de confiança no sistema financeiro, tornou o acesso ao crédito cada vez mais escasso, levando o BCE a reagir novamente com instrumentos da política monetária.

Segundo *Hartmann & Smets* (2018), em outubro de 2011 foram anunciadas duas LTRO com maturidades de 12 e 13 meses respetivamente, bem como um novo programa de aquisição de *covered bonds* no valor de 40 mil milhões de euros. Complementarmente, as subidas de taxa de juro ocorridas em abril e julho de 2011 foram revertidas em novembro,

regressando a 1% (ver Figura 8). Seguidamente, em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012, foram também anunciadas duas novas LTRO com maturidade de 3 anos e no valor de mil milhões de euros. Além disso, a lista de ativos aceites como colaterais também sofreu alterações, isto é, passaram a ser exigidos ativos com uma menor classificação e ainda novos ativos que anteriormente não faziam parte do leque de ativos aceites como garantia (Hartmann & Smets, 2018). Por fim, as reservas obrigatórias dos bancos também foram alvo de uma redução de 2% para 1%, provocando um aumento da liquidez interbancária (Hartmann & Smets, 2018). No entanto, estas medidas não produziram efeitos ao nível do setor privado na medida em que os bancos utilizaram a liquidez que lhes foi concedida através das operações de financiamento levadas a cabo pelo BCE, para efetuarem depósitos (Mota, 2023).

Em agosto de 2012, foi anunciado um novo programa denominado *Outright Monetary Transactions* (OMT), e simultaneamente o SMP foi terminado. O OMT consiste num programa de compra de títulos da dívida soberana dos países da ZE em mercado secundário, ou seja, obrigações que já se encontravam em circulação. Para beneficiar deste programa, os países tinham de cumprir alguns requisitos, nomeadamente teriam de ter recorrido a uma das duas instituições criadas para fornecer auxílio financeiro aos países em dificuldades financeiras severas, ou seja, o *European Financial Stability Facility* (EFSF) e o *European Stability Mechanism* (ESM). O EFSF foi um programa temporário criado em junho de 2010 para concessão de apoio financeiro aos países da ZE que se encontravam em dificuldades durante a crise financeira, como foi o caso de Portugal. Em 2012 surgiu o ESM, que veio substituir o EFSF, e que consiste numa organização composta pelos países membros da ZE, cujo objetivo é evitar crises financeiras e auxiliar as economias na recuperação das mesmas. Ao longo de todo o período da crise financeira, o EFSF/ESM concedeu empréstimos no valor total de 295 mil milhões de euros aos países mais afetados, sendo 26 mil milhões destinados a Portugal (European Stability Mechanism, 2023b). Estas medidas produziram efeitos positivos na medida em que fizeram descer o *spread* das dívidas soberanas dos países da ZE.

Em meados de 2013, as taxas de juro das MRO encontravam-se muito próximas de 0% (ver Figura 8), e face ao risco de entrada num período de deflação, o BCE adotou um conjunto de novas medidas não convencionais da política monetária. Assim, em julho de 2013, é adotado o *forward guidance*, através do qual o BCE anuncia a evolução futura das taxas de juro de referência, isto é, que se irão manter próximas de 0%.

Com a queda da inflação para valores praticamente nulos, atingindo 0,3% em 2014 (ver Figura 4), o BCE recorreu a uma estratégia dividida em três medidas, nomeadamente, prática de taxas de juro de facilidade permanente de depósito negativas (-0,2% em junho de 2014); lançamento do primeiro conjunto de operações previstas no *Targeted Long-Term Refinancing Operations I* (TLTRO I), para financiamento a longo prazo das instituições financeiras, com condições de crédito atrativas, que se refletem também na melhoria das condições de crédito por parte dos bancos; um terceiro programa de compra de *covered bonds* em setembro de 2014; e por fim, em janeiro de 2015, um programa de *quantitative easing* denominado *Asset Purchase Programme* (APP), que consistiu na aquisição mensal de ativos (obrigações da dívida pública, títulos baseados em ativos, OT, entre outros) no valor de 60 mil milhões de euros. Esta última medida teve o resultado desejado, isto é, reduziu as taxas de juro e as yields das OT da Zona Euro. No entanto, em dezembro de 2015, a tendência de inflação baixa manteve-se e as taxas de juro das MRO voltaram a diminuir (ver Figura 8), logo, em resposta, o BCE prolongou o programa de *quantitative easing* até março de 2017 e alargou a lista de ativos elegíveis como colaterais para o APP.

Em março de 2016, o BCE voltou a introduzir um conjunto de novas medidas, tais como, a redução das taxas de juro de facilidade permanente de depósito para -0,4%; o aumento do valor mensal do APP para 80 mil milhões de euros; lançamento de um *corporate sector purchase programme* (CSPP), que está integrado no APP, através do qual passam a ser considerados como ativos elegíveis, títulos emitidos por entidades não bancárias; e a criação de quatro novas operações de refinanciamento (TLTRO II), em junho de 2016, com maturidade de 4 anos e à taxa igual à taxa de facilidade permanente de depósito.

Estas medidas levaram a uma recuperação muito mais fortalecida do que anteriormente, verificando-se um aumento da inflação a partir do terceiro trimestre de 2016 (ver Figura 4), o que levou a um ajuste gradual das medidas adotadas pelo BCE. Deste modo, em dezembro de 2016, o APP foi prolongado até o final de 2017 e o seu valor mensal foi reduzido novamente para os 60 mil milhões de euros. Mais tarde, em outubro de 2017, o APP sofreu um prolongamento até setembro do ano seguinte, com o montante mensal de 30 mil milhões de euros a partir de janeiro de 2018. Por fim, em junho de 2018, o APP foi novamente estendido até ao fim do ano, com um montante mensal de 15 mil milhões de euros. Adicionalmente, o BCE continuou a recorrer ao *forward guidance*, para transmitir que as taxas de juro se manteriam até meados de 2019, ou até ser atingida a meta de inflação de aproximadamente 2%. No terceiro trimestre de 2018, a inflação na UE finalmente estabilizou

próximo destes valores, porém em Portugal esta taxa manteve-se abaixo dos 2% (ver Figura 4).

2.1.2 Política Orçamental

A política orçamental deve estar coordenada com a política monetária, de modo a potenciar o efeito de ambas. Em momentos de recessão económica, como a que Portugal atravessou a partir de 2008, geralmente os multiplicadores orçamentais dos gastos públicos (consumo e investimento) aumentam o seu valor e ultrapassam largamente 1 (Castro et al., 2013).

Durante a crise financeira, Portugal adotou uma política orçamental ligeiramente expansionista até 2010, sendo que a partir desse ano começaram a ser aplicadas medidas de austeridade através da redução excessiva da despesa do Governo, o que gera efeitos negativos na economia, nomeadamente uma contração da procura e do PIB e um aumento do desemprego (Mota, 2023). Enquanto isso, os multiplicadores de impostos não sofrem grandes variações durante momentos de crise e são normalmente inferiores a 1 (Castro et al., 2013; Gechert & Rannenberg, 2018).

Ao contrário da política monetária, que é decidida pelo BCE, a política orçamental é regulada pelo Governo de cada estado-membro, sendo que esta tem de estar coordenada com as regras da Comissão Europeia (CE). No caso português, as primeiras medidas aplicadas pelo Governo em resposta à crise que se instalou na Europa a partir de 2008, foram a redução do IRC para as PME's, redução da taxa normal de IVA, aumento dos apoios sociais e aumento da possibilidade de dedução em IRS das despesas com a habitação.

Em novembro de 2008, a CE anunciou o *European Economic Recovery Plan*, com o objetivo de tornar a resposta fiscal dos países o mais coordenada possível. Este plano pretende estimular a procura, evitar o desemprego de longa duração e apoiar a inovação e o conhecimento, através de um incentivo monetário de 200 mil milhões de euros, expansão orçamental dos estados-membros no valor de 170 mil milhões de euros e um financiamento de apoio da UE de 30 mil milhões de euros. Além destas medidas, o plano também prevê um conjunto de ações para preparação da economia para os desafios proporcionados pela crise (Deroose, 2007).

No decurso na crise financeira, mais precisamente entre 2011 e 2013, e já desde 2005, as regras do PEC tinham vindo a sofrer uma amenização, apesar de os limites máximos de

3% para o défice orçamental e 60% para a dívida pública se terem mantido. As primeiras mudanças, em 2005, tiveram como objetivo aumentar a consideração do contexto económico nas regras do PEC, surgindo também o conceito de objetivos de médio prazo (OMP). Já após 2011, as alterações no PEC estiveram principalmente relacionadas com o *Six Pack*, o Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação (TECG), o *Two Pack* e mais tarde a simplificação e transparência das regras do PEC. O *Six Pack* veio impor um limite máximo de aumento de despesa, tendo em conta a evolução do PIB e criar sanções aos países membros que não cumpram os OMP. O TECG prevê que os países cuja dívida pública excedesse 60% do PIB, devem apresentar uma redução de 5% ao ano, durante 3 anos. Por fim, o *Two Pack* foi responsável por fortalecer a supervisão dos estados-membros mais afetados financeiramente (Amaral, 2017).

De acordo com a lei n.º 10/2009 de 10 de março da Assembleia da República, foi criado o programa “Iniciativa para o Investimento e o Emprego” (IIE), cujo objetivo é promover a modernização e competitividade do país, bem como combater o desemprego e impulsionar o crescimento económico. Entre as medidas criadas no âmbito do IIE encontram-se a modernização de estabelecimentos escolares; aposta nas energias renováveis; investimento em infraestruturas tecnológicas; apoios às PME e às exportações através da concessão de créditos por exemplo; e promoção do emprego e apoio social. O programa foi financiado em 740 milhões de euros pela UE e em 980 milhões de euros pelo Orçamento de Estado, segundo a lei nº10/2009 mencionada previamente.

Em meados de 2010, a política orçamental assume uma nova direção, isto é, começam a ser adotadas medidas de austeridade pelo Governo português, como reação à crise com origem na Grécia, e que mais tarde se alastrou aos restantes países periféricos da Europa. Neste período (2010) Portugal encontrava-se numa situação caracterizada pelo crescimento das taxas de juro das suas OT a 10 anos, que se situavam nos 5,4% (ver Figura 9), pelo crescimento substancial da taxa de desemprego, que era de 12,6% (ver Figura 2), pelo crescente peso da dívida pública no PIB (ver Figura 3), que se encontrava em 100%, e pela taxa de crescimento do PIB que, a partir de 2010 começou a cair até atingir valores negativos (ver Figura 1). As medidas adotadas para apoio à economia, nomeadamente de apoio aos bancos, bem como o funcionamento dos estabilizadores automáticos, e a própria queda do PIB, geraram fortes consequências sobre a dívida pública do país, fazendo disparar o défice orçamental. Os estabilizadores automáticos são instrumentos da política orçamental que não resultam da intervenção direta do Governo e são responsáveis por ajudar a manter a

estabilização da economia, extinguindo flutuações económicas. Podemos destacar como exemplo, as despesas com os subsídios de desemprego, que aumentam em períodos de recessão, devido ao aumento do desemprego e as receitas com impostos sobre o rendimento (IRS/IRC), que usualmente diminuem em épocas de crise (Dolls et al., 2012).

Assim, em março de 2010, foi apresentado o Programa de Estabilidade e Crescimento I (PEC I), cujas medidas são elaboradas em conformidade com o PEC e abrangem o período entre 2010 e 2013. A principal finalidade do PEC I é a consolidação orçamental, que visa reduzir significativamente o défice das contas públicas, de modo a atingir a sustentabilidade do crescimento económico e aumentar a competitividade da economia nacional. Entre as medidas previstas no PEC I encontram-se um programa alargado de privatizações em diversos setores (energia, transportes, financeiro, comunicações, entre outros); extinção gradual das medidas de combate à crise de 2007; moderação de novas admissões de colaboradores na função pública; congelamento salarial e de carreiras; definição de limites máximos de despesa com apoios sociais, com a saúde e com o consumo intermédio, nomeadamente, despesas de equipamento militar e de outsourcing relacionado com projetos e estudos; e redução dos benefícios fiscais e deduções em sede de IRS (República Portuguesa, 2010). Em maio do mesmo ano, surgiu o PEC II, com o objetivo de complementar as medidas previstas no PEC I, especialmente através do aumento das taxas de IVA de 20%, 5% e 12% para 21%, 6% e 13%, respetivamente. Por fim, em setembro de 2010, foi aprovado o PEC III.

Em abril de 2011, Portugal pediu auxílio financeiro à *TROIKA*, nome pelo que ficou conhecido o conjunto formado pela CE, BCE e Fundo Monetário Internacional (FMI), que, em conjunto, tinham a função de apoiar os países que se encontravam em graves dificuldades financeiras, através da implementação de um conjunto de medidas de austeridade, cuja intensidade foi mais acentuada nos anos de 2012 e 2013. Deste modo, Portugal ficou submetido ao programa de ajustamento económico e financeiro, acordado com a *TROIKA*, que englobou um financiamento distribuído ao longo do período 2011-2014, com um valor estimado de 78 mil milhões de euros, sendo que um terço foi financiado pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira, outro terço *European Financial Stability Facility* e o restante pelo FMI.

As medidas previstas no programa de ajustamento económico passam por reduzir as despesas e aumentar as receitas públicas. Do lado da despesa, deram-se cortes nos salários da função pública, bem como a redução de pessoal efetivo e congelamento de promoções;

cortes nas transferências sociais, nomeadamente no subsídio de desemprego (redução do valor atribuído para 2,5 vezes o IAS e do período máximo de benefício para 18 meses), abonos de família e pensões (com aplicação de uma contribuição adicional para as pensões acima de 1500 € e congelamento das restantes, exceto as pensões com valores mais baixos); redução das transferências para as Administrações Locais e Regionais, utilização dos recursos públicos o mais eficientemente possível e extinção de serviços que não apresentassem uma boa relação custo/benefício. Além disso, observaram-se contenções nas despesas relacionadas com a saúde, com o aumento das taxas moderadoras, e educação, com o encerramento de estabelecimentos de ensino com um número reduzido de alunos e redução de gastos associados a projetos de promoção escolar. Relativamente ao setor empresarial do Estado, ocorreram privatizações, redução dos custos com o pessoal, e estabelecimento de tetos máximos de endividamento (European Commission, 2011; Ministério das Finanças, 2011).

Por outro lado, as medidas adotadas para aumento da receita pública foram as seguintes: aumento do valor tributário no cálculo dos impostos sobre imóveis (bem como a redução das isenções de IMI), do IVA (substituição das taxas de IVA mais baixas para a mais alta em determinados bens e serviços e redução do conjunto de bens e serviços isentos), do IRS (aumento da tributação de sujeitos passivos com rendimentos tributáveis mais elevados, isto é, através da taxa adicional de solidariedade, redução das isenções e benefícios fiscais) e do IRC (aumento da tributação de empresas com lucros tributáveis mais elevados, isto é, através da taxa adicional de solidariedade, redução das isenções e benefícios fiscais); aumento do controlo fiscal, de modo a reduzir as fraudes e a economia paralela, mediante o reforço do pessoal responsável pela inspeção tributária e utilização de tecnologias para fiscalizar o cumprimento das obrigações fiscais; reestruturação da Administração Tributária, de modo a conseguir uma maior uniformização do sistema tributário e aproveitamento eficiente de recursos; e por fim, simplificação da lei fiscal relativa ao IRC e IRS, com o intuito de tornar o seu cumprimento mais fácil e voluntário. No caso do IRS, foi reduzido o número de escalões, benefícios e isenções e no caso do IRC, esta facilitação veio promover a competitividade das empresas internamente e no estrangeiro (European Commission, 2011; Ministério das Finanças, 2011).

Em 2014, foi efetuada uma reavaliação das medidas adotadas e o seu impacto no défice orçamental no ano transato, da qual resultaram novamente medidas de austeridade de aumento da receita e diminuição dos gastos, nomeadamente através dos cortes nos gastos

com pessoal (aplicação de um horário semanal de 40h e criação de programas de rescisão de contratos por mútuo acordo) e nas transferências sociais (alteração da idade de benefício da pensão de velhice, diminuição da abrangência das pensões de sobrevivência tendo em conta os recursos do agregado familiar). O aumento das receitas foi executado com recurso ao aumento das contribuições para ADSE, SAD e ADM por parte dos seus beneficiários e o aumento da extensão de sujeição à taxa adicional de solidariedade (Ministério das Finanças, 2014; Mota, 2023).

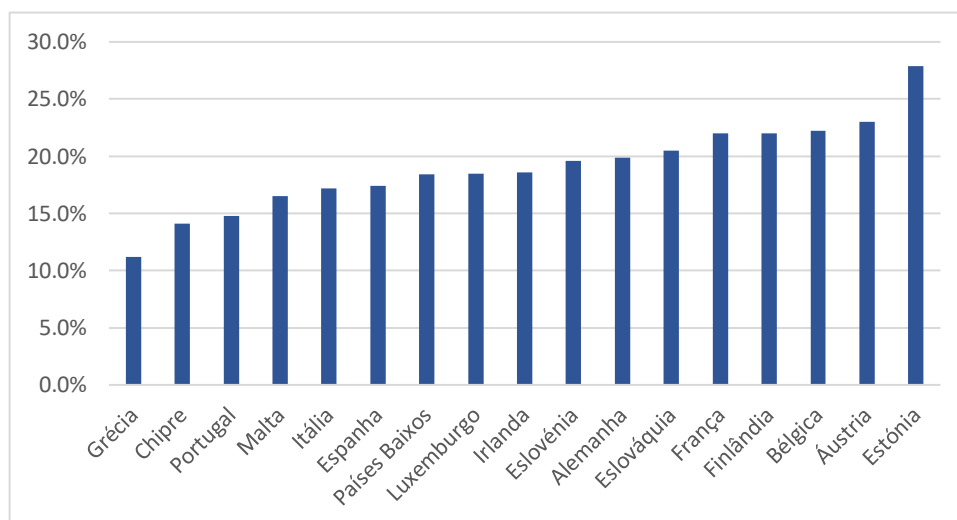
Em 2015, e de forma a atingir o patamar de 2,5% do défice orçamental no PIB, surgiu um conjunto de novas medidas de consolidação orçamental (11º exame regular do Programa de Ajustamento Económico), tais como cortes nas despesas com estudos, pareceres, projetos e consultoria; com as TIC nas Administrações Públicas; com gastos gerais; com pessoal, mediante a redução do número de funcionários efetivos devido a reforma ou por mútuo acordo; com a saúde, nomeadamente despesas com medicamentos; reestruturação do Setor Empresarial do Estado; aumento das contribuições efetuadas pelos beneficiários no âmbito da a ADSE, SAD e ADM; e atribuição de concessões pontuais (Ministério das Finanças, 2014).

Porém, a partir de 2015 algumas medidas que se encontravam em vigor fruto da consolidação orçamental, foram gradualmente invertidas, como é o caso da redução em 20% da taxa progressiva aplicada às remunerações dos trabalhadores das Administrações Públicas e do Setor Empresarial do Estado, consoante o nível salarial de cada um; (re)integração das remunerações dos trabalhadores das Administrações Públicas na Tabela Remuneratória Única (TRU); organização das remunerações suplementares por categorias ou integração na remuneração base; descongelamento de carreiras nas Administrações Públicas; redução da contribuição extraordinária de solidariedade (Ministério das Finanças, 2014).

Em junho de 2014, o Programa de Ajustamento Económico em Portugal foi terminado, porém a situação económica do país encontrava-se aquém do que seria de esperar, nomeadamente no que diz respeito à taxa de desemprego, que em 2013 era bastante elevada, cerca de 17% (ver Figura 2) e à reduzida taxa de investimento, a terceira mais baixa da ZE, com valores próximos a 15% do PIB (ver Figura 11). Ainda em 2013, o défice orçamental encontrava-se acima dos 3% do PIB em 2013, aproximadamente 5% do PIB sendo o quinto país com o défice mais elevado da ZE (ver Figura 12), a dívida pública estava ligeiramente acima dos 130% do PIB (ver Figura 3) e registou-se um fraco crescimento do PIB, cuja taxa ainda apresentava valores negativos, aproximadamente -1% (ver Figura 1). No entanto, e

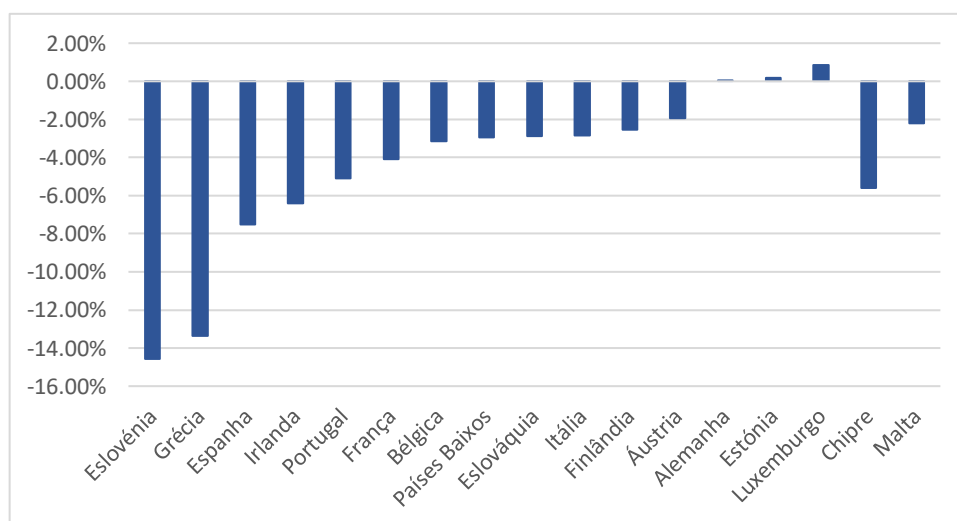
apesar dos valores desfavoráveis destes indicadores, Portugal conseguiu obter financiamento nos mercados de dívida pública novamente, através da emissão de OT a 5 anos, em janeiro de 2014, no valor de 3,25 mil milhões de euros, a uma taxa de juro de 4,657% (Sapir et al., 2014).

Figura 11. Investimento: Formação bruta de capital fixo em percentagem do PIB (2013)



Fonte: (Pordata, 2023)

Figura 12. Saldo orçamental (2013)



Fonte: (Eurostat, 2023a)

2.2 Crise Económica Provocada pela Pandemia Covid-19

2.2.1 Política Monetária

A propagação do coronavírus para todo o mundo, bem como o desenvolvimento da crise a este associada, vieram trazer dificuldades económicas à escala global, às quais a Europa não escapou. As primeiras medidas utilizadas pelo BCE para rapidamente fazer face a estas perturbações foram adotadas em março de 2020, nomeadamente, aumento do APP em 120 mil milhões de euros entre março e dezembro de 2020, para além das compras mensais de ativos no valor de 20 mil milhões de euros, que tinham sido retomadas em 2019 e estendidas até julho de 2022 (Banco Central Europeu, 2022); lançamento de um novo programa de compra de títulos públicos e privados no valor de 750 mil milhões de euros, denominado *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), cujas aquisições de ativos foram efetuadas tendo em consideração a participação de cada um dos estados-membros no capital do BCE, o que no caso português deveria corresponder a 16 mil milhões de euros em obrigações portuguesas (Mota, 2023); aumento da liquidez disponibilizada ao sistema financeiro, através do ajuste da TLTRO III, que havia sido lançada em setembro de 2019 e era composta por dez operações de refinanciamento com maturidade de 3 anos e frequência de 3 meses (Banco de Portugal, 2023e; European Central Bank, 2023).

As mudanças que ocorrem relativamente às TLTRO III foram essencialmente o aumento do limite do montante dos empréstimos concedidos e prática de taxas de juro favoráveis, mais concretamente, situadas entre -0,25% (0,25 pontos percentuais abaixo da taxa de juro média das MRO) e -0,75% (0,25 pontos percentuais abaixo da taxa de juro média da facilidade permanente de depósito), dependendo da taxa de crescimento do crédito concedido pelo banco à economia (Banco Central Europeu, 2020a; Mota, 2023). De notar que a lista de ativos elegíveis para o PEPP foi a mesma do APP, acrescida de títulos emitidos pelo Governo da Grécia e títulos emitidos por empresas não financeiras com boa qualidade de crédito (Blot et al., 2020).

Ainda em março de 2020, foi lançado um conjunto de operações de cedência de liquidez adicional, designadas LTRO-A, realizadas com uma periodicidade semanal, com término em junho, recorrendo a leilões de taxa fixa igual à taxa de juro média da facilidade permanente de depósito, ou seja, -0,5%, e com colocação total (Banco de Portugal, 2021b). Por fim, o BCE realizou um acordo com os bancos centrais mais importantes do mundo

(Fed, Banco do Japão, Banco de Inglaterra), através do qual acordaram a redução das taxas de juro das operações de cedência de liquidez aos bancos comerciais da ZE, realizadas em dólares (Banco de Portugal, 2021b).

Em abril de 2020, o BCE anunciou uma nova redução temporária das taxas de juro das TLTRO III (Banco Central Europeu, 2020b) para valores inferiores, em 0,5 pontos percentuais, à taxa de juro média das MRO, que àquela data se encontravam em 0%, podendo descer até -1% (0,5 pontos percentuais abaixo da taxa de juro média da facilidade permanente de depósito), apenas para os bancos em que o limite de crédito concedido às empresas e famílias tenha sido atingido. Seguidamente, o BCE introduziu as *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations* (PELTRO), isto é, uma nova série de sete operações de refinanciamento de prazo alargado, recorrendo ao método de leilão de taxa fixa com colocação total, sendo que as taxas de juro praticadas são inferiores, em 0,25 pontos percentuais, à taxa média que é aplicada às MRO no momento de cada operação, com periodicidade mensal e prazo de vencimento entre 8 e 16 meses. Adicionalmente, ocorreu a flexibilização dos ativos de garantia, através da expansão da lista de ativos elegíveis como garantia para as operações de cedência de liquidez junto do BCE; da redução das *haircuts*, ou margens de avaliação aplicadas aos ativos, isto é, a percentagem calculada através da diferença entre o valor de mercado dos ativos e o valor do ativo que é utilizado como garantia, entre outras medidas que se encontrariam em vigor até setembro de 2021 (Banco de Portugal, 2023b).

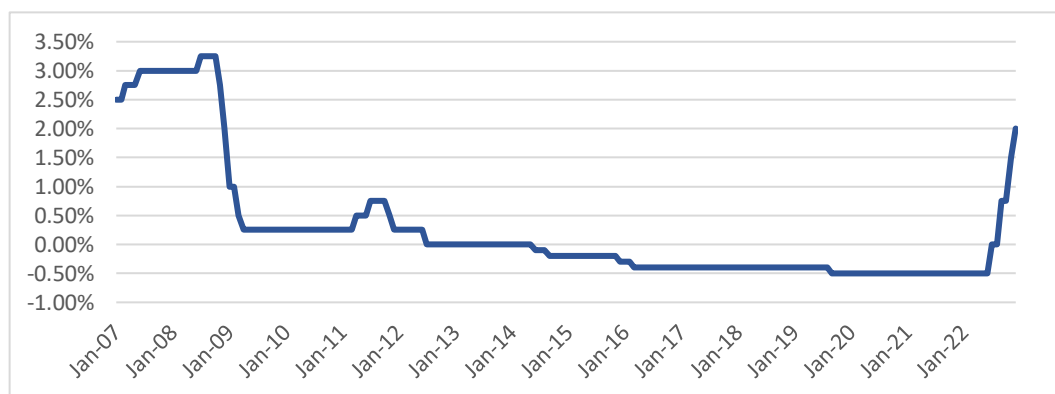
Durante o mês de junho, o BCE decidiu ajustar o PEPP, procedendo a um aumento do seu valor para 1350 mil milhões de euros, prolongando-o até meados de 2021; e introduziu o *Eurosystem Repo Facility for Central Banks* (EUREP), que consiste na concessão de créditos pelo BCE a outros bancos centrais fora da ZE, recorrendo a títulos de dívida pública de países da ZE, com efeito até junho do ano seguinte (European Central Bank, 2020b). Em dezembro de 2020, o PEPP voltou a sofrer um aumento, atingindo os 1850 mil milhões de euros, e um prolongamento até março de 2022.

Foram também anunciadas três novas operações ao abrigo do TLTRO III, foi novamente aumentado o limite do montante dos empréstimos concedidos em cinco pontos percentuais, para 55% do crédito elegível e mantiveram-se as taxas de juro favoráveis até junho de 2022, podendo atingir no máximo, o valor histórico de -1% (European Central Bank, 2021). Complementarmente, foi adiado o vencimento das medidas de flexibilização adotadas no âmbito dos ativos de garantia para junho de 2022, iniciando-se assim, a partir de

julho, o processo gradual de extinção das mesmas (Banco de Portugal, 2023b) Por fim, o BCE anunciou quatro novas PELTRO com frequência de 3 meses e maturidade de 12 meses (European Central Bank, 2020a).

Ao longo deste período pandémico, foi sempre utilizado pelo BCE o *forward guidance* de modo a estabelecer uma boa comunicação das decisões tomadas no âmbito da política monetária, quer ao nível da evolução das taxas de juro de referência, como aos programas de compra de ativos, na tentativa de influenciar as decisões de consumo e investimento dos agentes económicos no curto prazo, tendo em conta a evolução das taxas de juro, para que estas fossem tendencialmente mais baixas no longo prazo (Bernanke et al., 2004). Além das medidas não convencionais, o BCE optou também por preservar as taxas de juro da facilidade permanente de depósito negativas, situando-se em valores historicamente baixos (-0,5%), desde setembro de 2019 até julho de 2022 (ver Figura 13).

Figura 13. Taxa de juro da facilidade permanente de depósito do BCE



Fonte: (ECB, 2023b)

2.2.2 Política Orçamental

Ao contrário do que aconteceu na crise financeira de 2007, a UE optou por reagir rapidamente à eclosão da crise provocada pela pandemia da Covid-19, aplicando desde cedo algumas medidas de política orçamental, como por exemplo a suspensão dos limites impostos pelo PEC relativamente ao peso da dívida pública no PIB e ao défice orçamental dos estados-membros. Com esta interrupção, a CE pretendeu que os países incorressem em maiores gastos públicos, na tentativa de preservar a economia e o seu normal funcionamento (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020).

Adicionalmente, a UE criou um conjunto de medidas de carácter temporário de apoio aos Governos, para que estes concedessem suporte às famílias e às empresas. Entre estas medidas encontram-se a concessão de benefícios fiscais; garantias estatais nos empréstimos bancários, através das quais o mutuário tem acesso a melhores condições financeiras do que as que teria nos mercados financeiros; empréstimos concedidos a taxas de juro com direito a bonificação, isto é, um desconto aplicado ao montante de juros a pagar; recapitalização de empresas em dificuldades, de modo a manter a sua sobrevivência; e concessão de dívida subordinada, isto é, o Estado disponibiliza capital às empresas que se encontram em graves dificuldades financeiras e funciona como credor preferencial em caso de insolvência (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020). Inevitavelmente, estas medidas originam uma redução do saldo orçamental, uma vez que a desaceleração da atividade económica gera um aumento do desemprego e consequentemente da necessidade de auxílio por parte do Estado, através das prestações sociais e da redução dos impostos e contribuições, o que se traduz no funcionamento dos estabilizadores automáticos (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020).

Em maio de 2020, a UE anunciou um Plano de Recuperação Económica, que é composto maioritariamente pelo programa *Next Generation EU* e pelo Quadro Financeiro Plurianual para o período compreendido entre 2021 e 2027 (QFP 2021-2027). No total o estímulo proporcionado pela UE totalizou cerca de 1,8 biliões de euros (a preços de 2018) (European Commission, 2021a). O *Next Generation EU* é um programa de recuperação económica, cujo principal objetivo é fortalecer e renovar a UE a longo prazo de modo a fazer face ao impacto negativo gerado pela pandemia, através de um investimento que ascendeu aos 750 mil milhões de euros (a preços de 2018) (European Commission, 2021a).

O programa encontra-se dividido em várias dimensões, nomeadamente a vertente ambiental, que promove o desenvolvimento de soluções mais ecológicas e eficientes ao nível energético; tecnológica, através do acesso a todo o tipo de serviços *online* e a conexão de toda a UE com a instalação da rede 5G; saúde, isto é, aumentar o investimento no setor da saúde e na pesquisa e desenvolvimento de tratamentos e vacinas para diversas doenças; resiliência, mediante a aposta nas gerações futuras, incentivando a educação e o empreendedorismo; igualdade de oportunidades entre sexos e raças (European Union, 2023). O principal instrumento utilizado no âmbito do *Next Generation EU* é o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), através do qual a CE financia os estados-membros da UE, através da apresentação de um plano nacional de recuperação e resiliência, que aborde as reformas a

efetuar em cada país, para que, no longo prazo (até 2026), se observe uma recuperação firme das economias (Bańkowski et al., 2022). O MRR disponibiliza um montante de 673 mil milhões de euros, que se dividem em empréstimos (360 mil milhões de euros) e subvenções (313 mil milhões de euros) (Presidência Portuguesa do Conselho da UE, 2023a).

O Plano de recuperação e resiliência português foi organizado em três tópicos distintos: resiliência, transição climática e transição digital. Na primeira dimensão, Portugal pretende realizar reformas nas diversas áreas sociais, reduzindo as desigualdades existentes; promover o I&D de modo a aumentar a competitividade da economia nacional; potenciar os recursos humanos, investindo na educação; e finalmente melhorar as infraestruturas e o próprio território empresarial, acompanhando as alterações ao nível digital e climático. No que diz respeito à transição climática, está prevista a utilização mais eficiente de recursos, nomeadamente o combate à emissão de gases com efeito de estufa, aposta nas energias renováveis e aumento da eficiência energética. Relativamente à última vertente deste plano, a sua abordagem foca-se essencialmente na formação e apoio à população no processo de adaptação ao novo mundo digital, bem como a adaptação do setor empresarial e do Estado a esta realidade (República Portuguesa, 2021). O plano tem obrigatoriamente de afetar 37% do valor orçamentado a medidas ambientais e 20% a medidas digitais (Bańkowski et al., 2022).

Para além do MRR, existem outros instrumentos tais como, o REACT-EU (Assistência de Recuperação para a Coesão e os Territórios da Europa), que se centra no apoio financeiro aos estados-membros para uma recuperação sólida da economia europeia e conta com um valor de 48 mil milhões de euros; Horizonte Europa que conta com um total de 5 mil milhões de euros para investimento em tecnologia e desenvolvimento sustentável; Desenvolvimento rural (7,5 mil milhões de euros), que tal como o nome indica é destinado a melhorar o desempenho do setor agrícola; Fundo para uma transição justa, com um montante de 10 mil milhões de euros, que pretende apoiar as economias no processo de transformação para uma economia com impacto climático nulo; InvestEU, cujo objetivo é incentivar o investimento e a inovação e conta com um valor de 5,6 mil milhões de euros; e finalmente o RescEU, que funciona como um mecanismo de cooperação entre os estados-membros, no âmbito da proteção civil na UE, através da disponibilização de 1,9 mil milhões de euros (Presidência Portuguesa do Conselho da UE, 2023b).

Os montantes atribuídos aos diferentes estados-membros no que diz respeito ao *Next Generation EU* dependem de alguns critérios como por exemplo, a dimensão do país, o

nível de vida e a taxa de desemprego. No caso português, foram atribuídos cerca de 13,9 mil milhões de euros em subvenções, isto é, a fundo perdido e 2,7 mil milhões em empréstimos (República Portuguesa, 2021).

Relativamente ao Quadro Financeiro Plurianual, a UE prevê um investimento a longo prazo, orçamentado em 1,074 biliões de euros (a preços de 2018), até 2027, repartido, por ordem decrescente de investimento, pelas seguintes áreas: coesão, resiliência e valores (378 mil milhões de euros); recursos naturais e meio ambiente (356 mil milhões de euros); mercado único, inovação e meio digital (133 mil milhões de euros); vizinhança e resto do mundo (98 mil milhões de euros); Administração Pública europeia (73 mil milhões de euros); migração e controlo de fronteiras (23 mil milhões de euros); segurança e defesa (13 mil milhões de euros). Ao contrário dos orçamentos previamente elaborados, o QFP 2021-2027 sofreu uma modernização, sendo caracterizado pelo grande foco na educação, desenvolvimento, inovação, investigação e combate às alterações climáticas (Conselho da União Europeia, 2020; European Commission, 2021a). Portugal teve acesso a um estímulo fiscal no valor de 29,8 mil milhões de euros em subsídios decorrentes do QFP 2021-2027 (Mota, 2023).

Em abril de 2020 surgiu o *temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE), um plano de concessão de empréstimos com condições vantajosas aos estados-membros, com o objetivo de apoiar o emprego, bem como atenuar os gastos públicos associados, que surgiram dos efeitos severos que a pandemia gerou no mercado de trabalho, tais como as medidas de *layoff*. Este apoio somou um total de 98,4 mil milhões de euros, sendo que Portugal beneficiou de 6,2 mil milhões de euros (European Commission, 2023). Simultaneamente, o Banco Europeu de Investimento comunicou a criação de um fundo de garantia pan-europeu para financiamento de empresas de pequena e média dimensão, cuja situação financeira seja precária e tenha resultado da pandemia, no valor de 25 mil milhões de euros, que poderá atingir os 200 mil milhões de euros, de forma direta ou através de intermediários financeiros (Eurostat, 2020).

Para além disto, foi também criado o *Pandemic Crisis Support*, que consistiu na disponibilização de linhas de crédito com taxas de juro reduzidas aos estados-membros através do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), no valor de 240 mil milhões de euros. Os países apenas estão autorizados a utilizar estes empréstimos para fazer face às despesas públicas relacionadas com a saúde, que tenham surgido no âmbito da pandemia. Cada país pode beneficiar de um empréstimo até 2% do PIB, que no caso de Portugal

equivale a 4 mil milhões de euros (European Stability Mechanism, 2020; European Stability Mechanism, 2023). De salientar que o MEE é um instrumento europeu de prestação de auxílio aos países da ZE que atravessam dificuldades financeiras.

Paralelamente, o Governo português reagiu também desde cedo ao aparecimento da Covid-19, adotando medidas de combate à pandemia direcionadas ao setor privado não financeiro, por via do Programa de Estabilização Económica e Social (PEES). Entre elas podemos destacar as moratórias no pagamento dos empréstimos (créditos à habitação, a empresas, ao consumo para a educação, *leasings*) e dos prémios de seguros. O regime de moratórias previa o impedimento de derrogação do crédito acordado, prolongamento dos créditos que exigiam o pagamento de capital aquando do término do contrato, e cessação provisória dos pagamentos de juros e das amortizações de capital. Relativamente aos seguros, podiam ser acordadas algumas alterações ao contrato, nomeadamente o atraso no pagamento do prémio, sem qualquer penalização em termos de cobertura dos riscos do seguro, aumento do tempo de cobertura do seguro previsto no contrato, diminuição do prémio, entre outras. Se o seguro for de carácter obrigatório e o pagamento do prémio não ocorrer na data acordada, a cobertura do risco previsto no seguro estende-se por mais 60 dias, não dispensando a necessidade de pagamento pelo tomador (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020).

Foram também prestadas garantias públicas nos empréstimos concedidos pelos bancos, até um valor máximo de 13 mil milhões de euros aprovado pela CE, e nos seguros de crédito, até 3 mil milhões de euros. Estes seguros cobrem a ausência de pagamento das dívidas comerciais das empresas, por parte dos seus clientes (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020).

Outra das medidas mais utilizadas foi o *layoff* (simplificado), isto é, a demissão temporária de trabalhadores ou redução do seu período usual de trabalho, com o objetivo de manter o funcionamento das empresas mais afetadas pela pandemia e preservar os seus recursos humanos. Os trabalhadores sujeitos a este regime apenas recebem 2/3 da sua remuneração, que é financiada pelo Estado em 70%, ficando o restante a cargo da entidade patronal. A este apoio acresce ainda um montante equivalente a 635 euros (salário mínimo nacional) por colaborador, disponibilizado pelo Estado para auxílio na retoma à atividade normal da empresa, no caso de o trabalhador regressar às suas funções (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020).

Para além disto, o Estado procedeu ao alargamento dos prazos de pagamento de impostos (retenções na fonte em sede de IRS e IRC; IVA; pagamentos por conta) e contribuições sociais, bem como à antecipação dos pagamentos às empresas e prolongamento dos prazos de pagamento de reembolsos no âmbito do programa Portugal 2020, de financiamento ao crescimento da economia e do emprego (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020). De acordo com a lei n.º 4-C/2020 de 6 de abril da Assembleia da República foram ainda implementadas medidas destinadas aos arrendamentos, que permitiram ao arrendatário manter o seu contrato apesar da falta pagamento, por exemplo nos casos de empresas da área da restauração, que se encontravam sem atividade face à situação pandémica. Deste modo, o senhorio poderia reaver estes pagamentos em atraso em períodos posteriores, até junho de 2021.

A criação do apoio excecional à família visou fazer face ao encerramento dos estabelecimentos de ensino das crianças até aos 12 anos, através da justificação de faltas ao trabalho por parte dos progenitores que necessitem de dar assistência aos filhos (Agência para a Modernização Administrativa, 2023). Adicionalmente, ainda de acordo com o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (2020) foram também criadas outras medidas como o apoio extraordinário à redução da atividade económica de trabalhadores independentes dos setores mais atingidos pela pandemia e a antecipação do reembolso do montante aplicado, ao abrigo do Plano Poupança Reforma (PPR), até ao valor máximo de 438,81 euros mensais, perante situações de *layoff*, assistência aos filhos/netos, doença, isolamento, perda de emprego, no seio do agregado familiar.

Ainda direcionado às famílias surgiu o regime de apoio a arrendatários, atribuídos a agregados cujas despesas com renda sejam superiores a 35% do seu rendimento, em que o mesmo tenha sofrido uma redução equivalente a pelo menos 20%. Este regime impede os despejos por parte dos senhorios, exceto se o arrendatário assim o desejar. Caso optem pelo atraso no pagamento das rendas podem ainda solicitar apoio ao Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana (IHRU), que lhes permitiu a obtenção de empréstimos isentos de juros. Finalmente, em certos casos, e a título extraordinário, o Governo prestou ajuda financeira a fundo perdido a empresas afetadas gravemente pela Covid-19 (Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, 2020).

Capítulo 3 - Análise Comparativa e Perspetiva Crítica sobre as Medidas de Política Monetária e Orçamental Aplicadas nas Duas Crises

Ao longo deste capítulo irá ser realizada uma análise da evolução da economia portuguesa nos períodos que sucederam as duas crises abordadas no decorrer deste estudo. Para tal, será analisada a evolução dos seguintes indicadores, taxa de crescimento real do PIB, taxa de desemprego, dívida pública em percentagem do PIB, taxa de inflação, taxa de juro implícita nas OT a 10 anos e balança corrente em percentagem do PIB. Além disso, foi também estabelecida uma relação entre os estímulos fiscais e as medidas da política monetária adotadas pelos diferentes países da ZE durante a crise financeira e a crise da Covid-19 e a sua posterior recuperação económica.

3.1 Análise comparativa de indicadores económicos entre ambas as crises

PIB

O PIB traduz o resultado de todas as atividades económicas desempenhadas numa economia, num determinado espaço de tempo. Através da taxa de crescimento real do PIB é possível avaliar o crescimento económico do país e compará-lo com o de outros territórios (INE, 2018).

Tal como se pode verificar pelo Figura 1, o PIB português sofreu uma queda abrupta entre 2008 e 2009, observando-se uma breve recuperação em 2010, à qual se sucedeu uma nova redução até 2012. Em 2012, registou-se um pico de crescimento negativo do PIB de cerca de 4%, seguindo-se uma recuperação bastante lenta e duradoura, que se estendeu até 2019, graças ao alívio das medidas de austeridade aplicadas pelo Governo, juntamente com o programa APP de compra de dívida pública em grande escala, levado a cabo pelo BCE a partir de 2015 e que se prolongou até ao final de 2018, regressando em 2019. O fraco crescimento económico observado não só em Portugal, mas também na generalidade da ZE deveu-se em grande parte às medidas de austeridade adotadas durante o período que se seguiu à crise financeira e à resposta retardada do BCE no combate eficiente da mesma (Mota, 2023).

Contrariamente a este cenário, aquando da eclosão da crise desencadeada pela Covid-19 em 2020, a taxa de crescimento do PIB em Portugal registou uma descida muito superior comparativamente ao que se observou durante a crise financeira, ultrapassando os -8% em 2020. Porém, a recuperação observada foi bastante distinta, uma vez que num curto espaço de tempo, mais precisamente um ano, o PIB cresceu cerca de 5%, chegando rapidamente aos valores pré-pandémicos nos primeiros meses de 2022, fruto da ação ágil e coordenada do BCE, através do aumento imediato do montante de compras de OT dos países da ZE, ao abrigo do APP, bem como a criação do novo PEPP (Banco de Portugal, 2021a).

Em termos europeus, o crescimento do PIB português acompanhou praticamente sempre a tendência da ZE, exceto no período entre 2010 e 2013, período este em que Portugal se encontrou significativamente abaixo da média dos restantes países membros, devido à formação da crise da dívida soberana na Europa, que atingiu severamente Portugal, deixando o país bastante fragilizado. Por outro lado, nos anos subsequentes à crise pandémica, Portugal manteve-se acima da média da ZE, revelando uma recuperação mais robusta relativamente à crise financeira.

Taxa de Desemprego

A taxa de desemprego mede a percentagem de população ativa que se encontra sem emprego, apesar de terem idade e capacidade para laborar e procurarem ativamente emprego (OECD, 2023e).

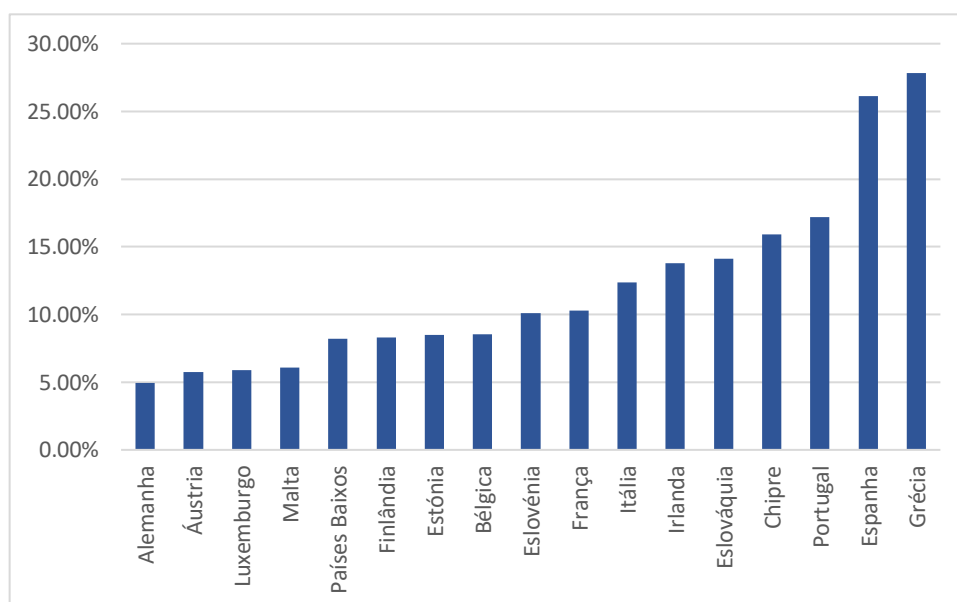
Em Portugal, este indicador atingiu valores históricos em 2013, aproximadamente 17% (ver Figura 2), que resultaram do fraco crescimento económico que se observou neste período, bem como das medidas de austeridade aplicadas em resposta à crise financeira. Em 2013, comparativamente aos outros países da ZE, Portugal apresentava valores de desemprego largamente acima da média, situando-se apenas atrás da Grécia e de Espanha (ver Figura 14). No entanto, os níveis de desemprego portugueses já se encontravam acima dos valores médios europeus mesmo antes do surgimento da crise financeira, agravando-se com a chegada da mesma, e apenas se aproximando da média dos restantes países membros da UE a partir de 2017.

A partir de 2014 estes números começaram a cair de forma gradual, voltando aos valores anteriores à crise apenas em 2017, continuando sempre a decrescer até ao ano

marcado pela crise pandémica. No entanto, desta vez o impacto da crise não foi tão grave como se verificou previamente, sendo que a taxa de desemprego aumentou menos de 1 ponto percentual em 2020 e voltou a diminuir nos anos seguintes, inclusive para além dos valores registados antes da pandemia, encontrando-se em linha com a média europeia (ver Figura 2).

Deste modo, podemos concluir que durante a crise da Covid-19, ao contrário do que se constatou no decorrer da crise financeira, foram adotadas medidas que contribuíram para a preservação do emprego tanto pelo BCE como pelo Governo, tais como o SURE, o *layoff*, entre outras medidas de apoio às empresas e famílias (Banco de Portugal, 2022).

Figura 14. Taxa de desemprego dos países da ZE (em %) (em 2013)



Fonte: (Eurostat, 2023c)

Dívida Pública

A dívida pública corresponde ao nível de endividamento de um país perante os seus credores (Banco de Portugal, 2023a)

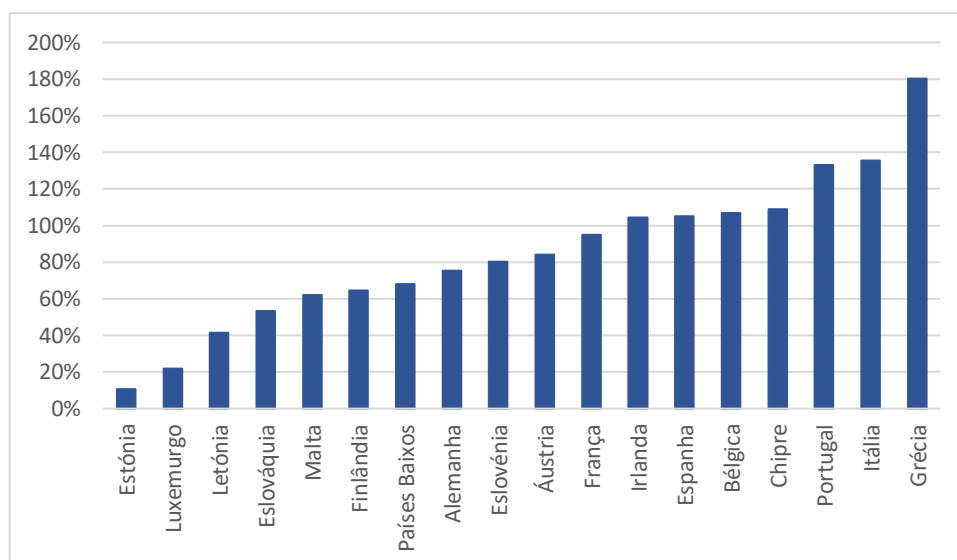
Tal como é demonstrado no Figura 3, em Portugal, o peso da dívida pública no PIB é bastante superior à média da ZE durante todo o período em análise, registando um pico em 2014 e outro em 2020. Em ambos os momentos, Portugal esteve incluído no top 3 dos países pertencentes à ZE com o maior peso de dívida pública no PIB, sendo que apenas a Grécia e Itália registaram valores mais altos (ver Figura 15 e 16).

Antes do surgimento da crise financeira, Portugal já apresentava valores de dívida pública no PIB bastante elevados, cerca de 75%, muito superiores à média da ZE que se situava perto dos 50%. A partir de 2008 o peso da dívida portuguesa no PIB aumentou progressivamente até 2014 (133%), diminuindo ligeiramente e de forma muito lenta até 2019, atingindo aproximadamente 117%, sem nunca regressar aos valores pré-crise. Durante a crise financeira, a elevada dívida pública levou a uma redução do consumo, ao aumento da tendência para a poupança e à retração do investimento que, aliado à austeridade e às taxas de inflação muito reduzidas, impossibilitavam o país de progredir e regressar ao normal funcionamento da economia (Buti, 2020).

Com o aparecimento da crise da Covid-19, a dívida pública nacional em percentagem do PIB voltou a disparar, aproximando-se dos 135% em 2020. Desde então, estes valores têm vindo a cair, apesar de ainda se manterem bastante elevados, uma vez que em 2022 a dívida encontrava-se perto dos 114% do PIB.

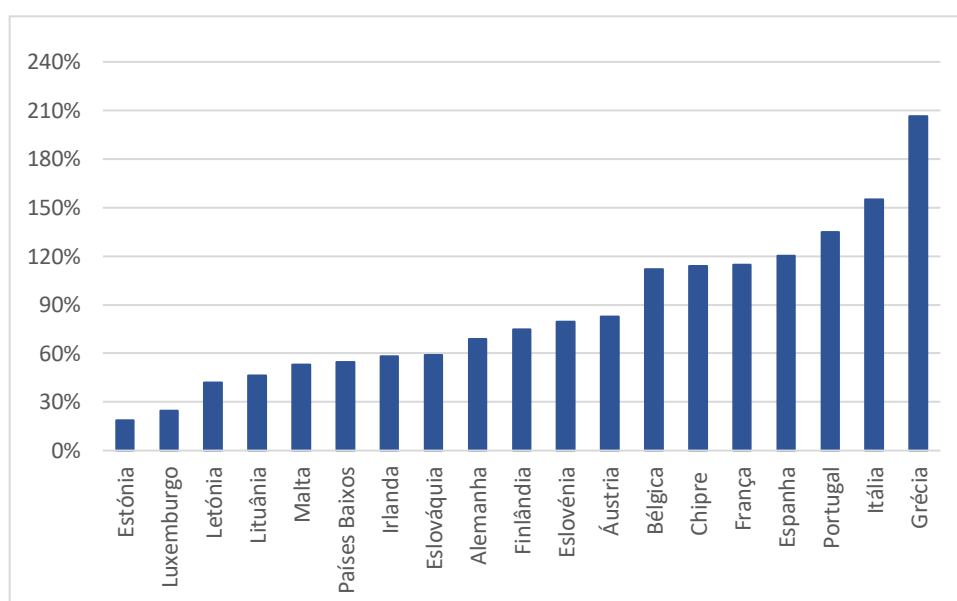
Assim, é possível verificar que o aumento do rácio da dívida pública foi muito superior durante a crise financeira do que durante a crise pandémica, uma vez que no primeiro caso, os países em dificuldades financeiras e que aquando do desenvolvimento da crise financeira já se encontravam altamente endividados, não conseguiram obter financiamento externo, o que levou à diminuição gradual do valor das suas obrigações de dívida no mercado e ao aumento das taxas de juro nelas implícitas, gerando valores de dívida pública ainda maiores (European Stability Mechanism, 2023a). Por outro lado, no segundo momento, o BCE atuou de imediato com os programas de *quantitative easing* (APP e PEPP), de modo que todos os países pudessem financiar-se através da emissão de títulos de dívida soberana (Sapir, 2020).

Figura 15. Dívida pública em percentagem do PIB (2014)



Fonte: (Eurostat, 2023a)

Figura 16. Dívida pública em percentagem do PIB (2020)



Fonte: (Eurostat, 2023a)

Taxa de Inflação

A inflação é traduzida na subida generalizada dos preços dos bens e serviços, ao longo do tempo. Para o cálculo da taxa de inflação é apurada a variação entre dois períodos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, que abrange um conjunto de bens

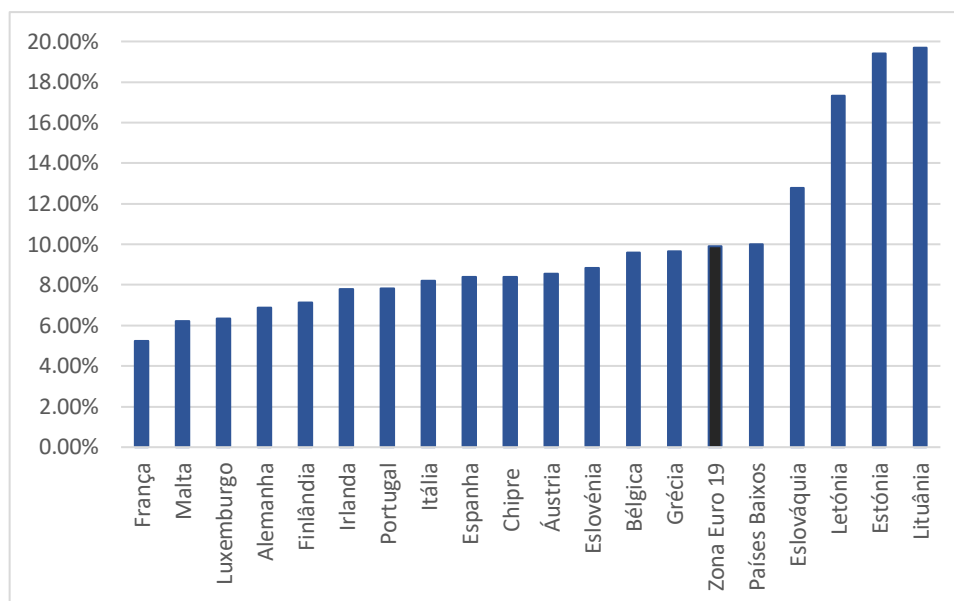
geralmente consumidos pelas famílias, também denominado cabaz de compras, que é comum a toda a ZE (Banco de Portugal, 2023c).

Tal como podemos comprovar pelo Figura 4, a taxa de inflação em Portugal registou valores extremamente reduzidos ao longo do período marcado pela crise financeira, atingindo mesmo patamares negativos em 2009 e em 2014, fruto do fraco crescimento económico e da contração da procura. A partir de 2014, a taxa de inflação voltou a subir, mas manteve-se sempre muito próxima de zero, até à chegada da crise da Covid-19, que fez disparar este indicador para valores historicamente elevados, mais precisamente 8% em 2022.

Os motivos desta subida abrupta estão principalmente relacionados com os estímulos económicos que foram introduzidos no combate à crise pandémica, que geraram um incentivo ao aumento da procura e do consumo privados (Banco Central Europeu, 2021); com a rápida reabertura da economia que dificultou a capacidade de as empresas acompanharem os níveis crescentes de procura, uma vez que as cadeias de abastecimento ainda não se encontravam totalmente reestabelecidas face aos problemas que surgiram com a pandemia; com a subida dos preços da energia; e com o desenvolvimento da guerra na Ucrânia, que são responsáveis por disrupções das cadeias de valor globais. Esta situação pode ser preocupante na medida em que uma subida considerável dos preços vai causar uma redução no poder de compra e no consumo das famílias e das empresas, que consequentemente retraem o investimento e priorizam a poupança, face a um clima de incerteza (Banco de Portugal, 2022).

Apesar da elevada inflação que atingiu Portugal em 2022, podemos verificar que a nível da ZE, Portugal encontrou-se ligeiramente abaixo da média, sendo que alguns países apresentam taxas de inflação na ordem dos 20%, tais como a Lituânia, a Estónia e a Letónia (ver Figura 17).

Figura 17. Taxa de inflação (2022)



Fonte: (OECD, 2023a; The World Bank, 2023)

Taxas de Juro Implícitas nas Obrigações do Tesouro a 10 anos

A taxa de juro implícita nas OT ou *yields* das OT traduz-se na percentagem paga pelo Governo aos compradores de dívida pública portuguesa.

A partir de 2009, as taxas de juro das OT portuguesas a 10 anos entraram numa tendência crescente, sendo que no pico da crise das dívidas soberanas, em 2012, encontravam-se superiores a 10%. Porém, a partir desse ano as taxas de juro da dívida pública portuguesa começaram a decrescer, até atingirem níveis inferiores aos de pré-crise, em 2014 (3,75%). Nos anos subsequentes este indicador continuou a registar valores cada vez mais baixos até 2021, observando-se uma ligeira subida entre 2016 e 2017 (ver Figura 9).

Relativamente aos outros países periféricos da ZE, as taxas de juro das OT também registaram um aumento bastante significativo a partir de 2009/2010, atingindo o seu pico em 2011/2012. De modo a estabelecer um meio de comparação entre os PIIGS e outros países membros com melhor performance económica, podemos verificar que, por exemplo, na Alemanha a variação das taxas de juro das OT, para além de ter sido mínima, tem registado uma ligeira descida praticamente ao longo de todo o período em análise. No caso da Grécia, de Itália e de Espanha, as taxas de juro mais elevadas foram registadas em 2012, no valor de 22,5%, 5,5% e 5,85%, respetivamente. Já no caso da Irlanda, o valor máximo ocorreu em 2011 e situou-se em 9,6%.

A resposta do BCE durante a crise financeira, através da criação de programas de aquisição de dívida pública portuguesa e dos outros países periféricos da ZE, ainda que tardia, permitiu que estes voltassem a obter acesso a financiamento e levou à redução das taxas de juro implícitas nas suas OT, apesar de no caso português, a dívida ter estado classificada como “lixo” pelas agências de notação financeira, como a *Moody's* e a *Standard & Poors* (Aizenman et al., 2013), até 2017/2018, dependendo da agência (IGCP, 2023). Uma dívida é considerada “lixo” quando o seu rating é igual ou inferior a “Ba1” no caso da *Moody's* ou a “BB+” no caso da *Standard & Poors* (IGCP, 2023).

Em contraste, durante a crise pandémica as *yields* das OT a 10 anos mantiveram-se estáveis até 2021, sofrendo mesmo uma diminuição, à qual se seguiu uma pequena subida no ano seguinte. Os valores em questão em nada se comparam com o cenário observado ao longo da crise das dívidas soberanas, o que se pode justificar pela rapidez com que o BCE reagiu à mais recente crise (ver Figura 9).

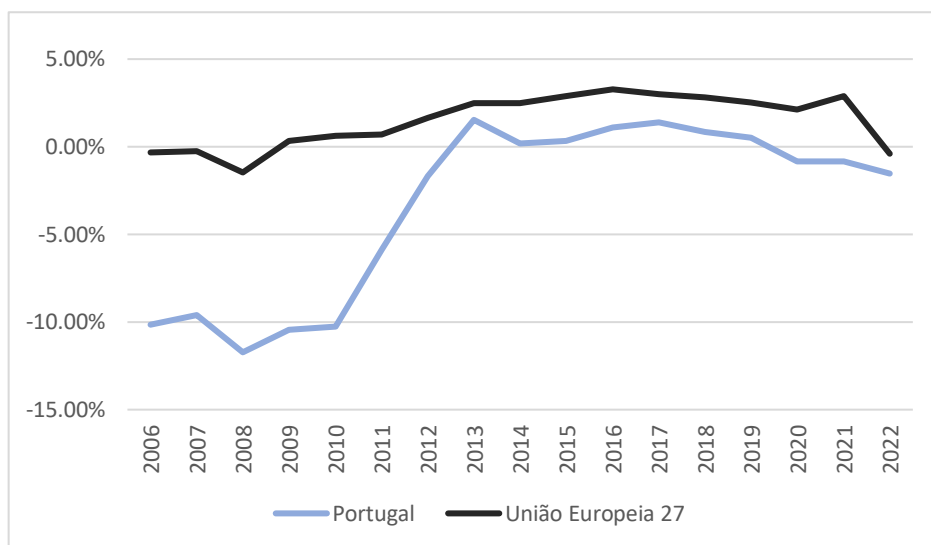
Balança Corrente

A Balança Corrente é composta pela Balança de bens e serviços, isto é, a diferença entre exportações e importações; Balança de Rendimentos, ou seja, o valor correspondente a todos os rendimentos de capitais gerados entre residentes e não residentes, como por exemplo lucros, juros, dividendos e rendas; e pelas transferências correntes recebidas e enviadas para o exterior, como as remessas dos emigrantes e imigrantes. Este indicador, juntamente com a Balança de Capital revela a necessidade ou capacidade de financiamento do país junto do exterior, no caso da Balança Corrente apresentar valores negativos ou positivos, respetivamente (Banco de Portugal, 2023d).

De acordo com o Figura 18, antes da formação da crise financeira, a balança corrente portuguesa encontrava-se fragilizada, apresentando valores negativos na ordem dos 10% do PIB, o que se agravou nos anos subsequentes. No entanto, a partir de 2013 este indicador começou a registar valores positivos, o que se deveu maioritariamente à melhoria do saldo comercial, que também só a partir de 2013 se tornou positivo (ver Figura 19), ou seja, ao aumento das exportações e à forte diminuição das importações, causada pela contração da procura interna, face à recessão que o país atravessava, bem como à taxa de crescimento do PIB que se encontrava negativa entre 2011 e 2014 (ver Figura 1).

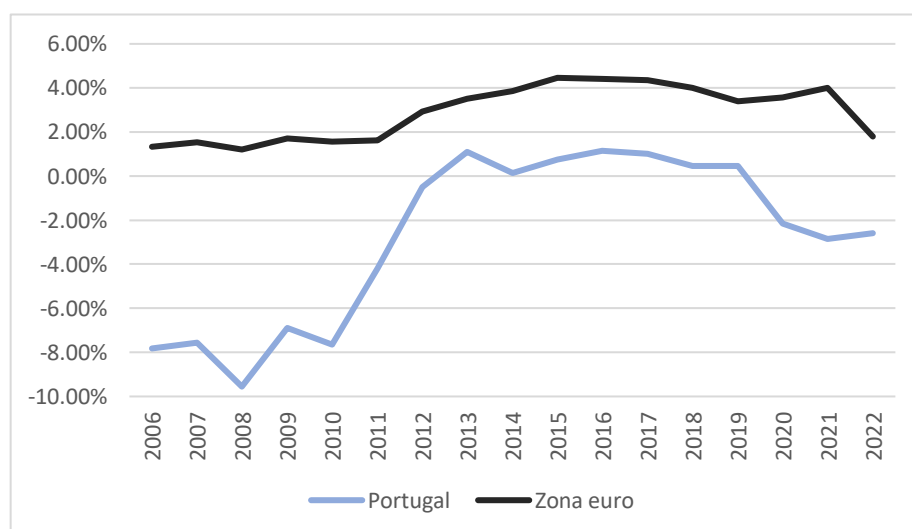
Com o aumento da taxa de crescimento do PIB, o peso do saldo da Balança Corrente tem vindo tendencialmente a diminuir desde 2013, regressando novamente a valores negativos a partir de 2020, sendo que em 2022 se situou em -1,5% do PIB. Comparativamente com a UE, Portugal encontra-se aquém da média, apesar de se ter aproximado dos níveis comunitários a partir de 2013.

Figura 18. Saldo da balança corrente em percentagem do PIB



Fonte: (OECD, 2023a)

Figura 19. Saldo comercial em percentagem do PIB



Fonte: (OECD, 2023a)

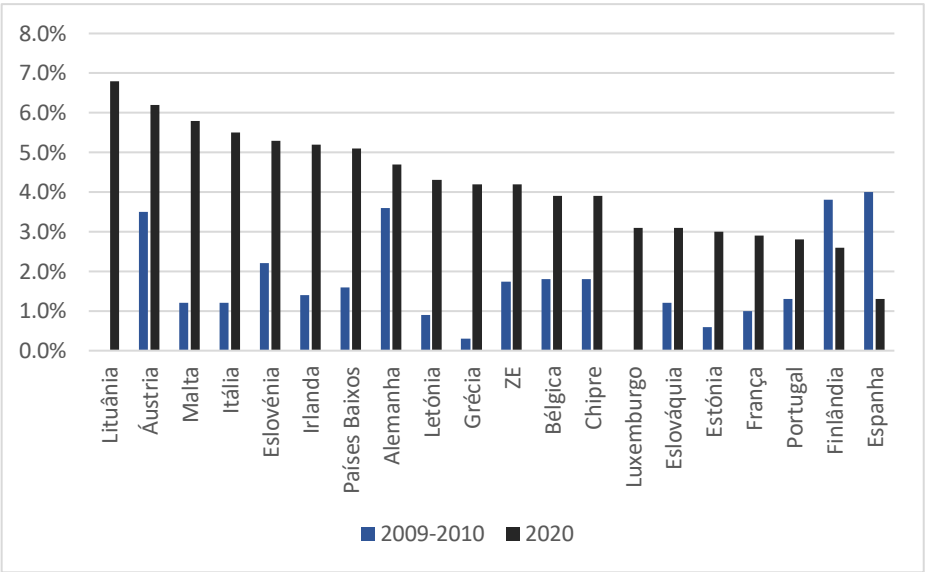
3.2 Comparação entre os Estímulos Fiscais Adotados e a Recuperação Económica dos Países

Tal como indica o Figura 20, a dimensão dos estímulos fiscais aplicados pelos diferentes países da UE em resposta à crise financeira de 2008 foi bastante heterogénea. É possível verificar que, o estímulo fiscal da ZE foi, em média, 1,7% do PIB e que a maioria dos países membros da ZE ficaram abaixo desse valor, entre eles Portugal, juntamente com os restantes países periféricos da Europa, à exceção de Espanha cujos apoios fiscais foram os mais elevados da ZE. Por outro lado, em resposta à crise pandémica, as medidas fiscais de apoio à economia tiveram de um modo geral um peso no PIB muito superior comparativamente à crise financeira, em toda a ZE à exceção de Espanha e da Finlândia, que registaram uma diminuição deste rácio relativamente a 2009-2010. Nos restantes países, o impulso fiscal decorrente da crise da Covid-19 foi bastante superior aos valores constatados na crise financeira, inclusive nos países periféricos (Grécia, Irlanda, Itália, Portugal). Como é possível verificar no Figura 21, os Irlanda, Grécia e Itália encontraram-se no top seis de países da ZE com taxas de crescimento do PIB mais elevadas no ano de 2021, ao contrário de Portugal, cujo crescimento não foi tão notório.

Porém, também no caso português se observou uma grande diferença entre ambos os períodos, sendo que em 2020 os estímulos fiscais representavam 2,8% do PIB, o que indica um aumento superior ao dobro, em relação ao período antecessor (2009-2010). No entanto, Portugal encontrou-se ainda muito abaixo da média dos países da ZE, que foi ligeiramente superior a 4%, em 2020.

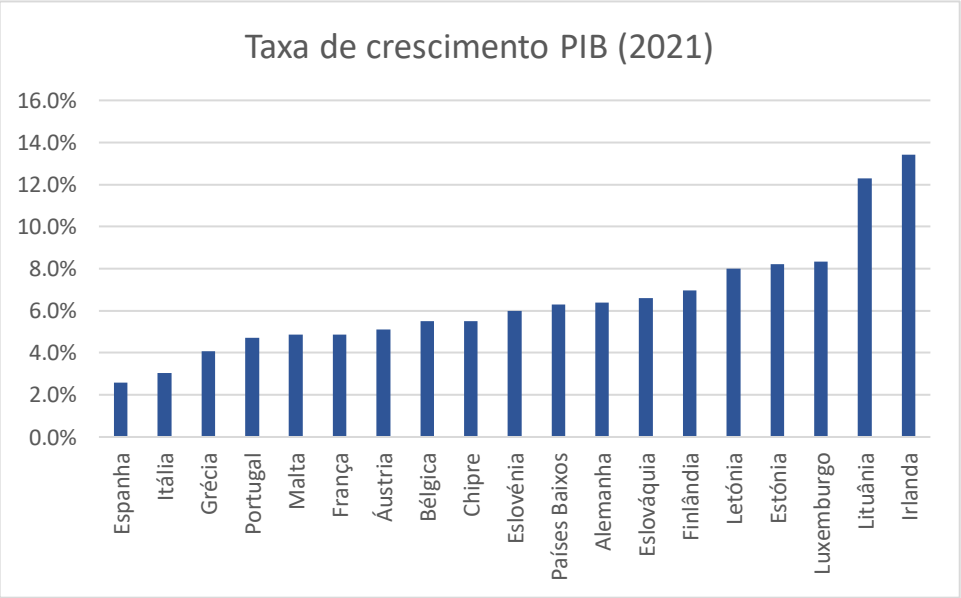
Deste modo, podemos afirmar que a adoção de uma política orçamental expansionista no período subsequente a uma recessão permite uma recuperação muito mais ágil e sustentada das economias, enquanto que uma política caracterizada por medidas de austeridade num momento em que os países já se encontram fragilizados, apenas provocará um atraso na regeneração da economia.

Figura 20. Estímulos fiscais adotados pelos países da ZE em percentagem do PIB entre 2009 e 2010 e em 2020



Fonte: (European Comission, 2009, 2021b)

Figura 21. Taxa de crescimento do PIB (2021)



Fonte: (Eurostat, 2023b)

3.3 Comparação entre as Medidas de Política Monetária Adotadas pelo BCE e a Recuperação Económica dos Países

A ação do BCE durante a crise financeira focou-se principalmente na criação de programas de aquisição de *covered bonds* dos países da ZE. Para tal foi criado o CBPP que disponibilizou 60 mil milhões de euros em maio de 2009 e 40 mil milhões de euros em outubro de 2011. O terceiro e último programa CBPP surgiu em setembro de 2014 e foi posteriormente integrado no APP em janeiro de 2015, ao abrigo do qual o BCE realizava compras mensais de ativos (obrigações de dívida soberana, títulos baseados em ativos, entre outros) aos estados-membros da ZE, cujo valor inicial era de 60 mil milhões de euros. Os montantes atribuídos aos diferentes países dependeram da sua participação no capital social do BCE, ou seja, quanto maior a sua dimensão, maior o valor atribuído ao abrigo deste programa (Will & Kwon, 2010).

Deste modo, os países mais beneficiados foram a Alemanha, França e Itália, sendo que os mais necessitados eram Portugal, Espanha, Grécia e a Irlanda, que por outro lado não receberam o devido apoio financeiro, tendo em conta a situação problemática em que se encontravam (Will & Kwon, 2010), o que se pode verificar pela diminuição das *yields* das OT a 10 anos do primeiro grupo de países e pela subida das mesmas no segundo grupo (ver Figura 9). Porém, o APP pode-se considerar um programa bem-sucedido uma vez que levou ao aumento dos *spreads* das taxas de juro das OT logo a seguir ao anúncio do programa (ver Figura 10), melhorando a liquidez no mercado de *covered bonds*; permitiu também a redução das taxas de juro no mercado monetário; e melhorou as condições de financiamento para as instituições financeiras e empresas (Will & Kwon, 2010).

Aliado ao CBPP, em maio de 2010 foram anunciadas compras de obrigações de dívida pública ao abrigo do SMP no valor total de aproximadamente 220 mil milhões de euros, com o objetivo de trazer uma maior estabilidade aos mercados financeiros. Apesar das compras efetuadas através deste programa serem largamente superiores às do CBPP (ver Figura 23), o resultado não foi o desejado, visto que as taxas de juro das OT a 10 anos dos países periféricos dispararam após o lançamento do programa (ver Figura 9), principalmente no caso da Grécia, Portugal e Irlanda, que foram os países aos quais correspondeu o menor volume de compras no âmbito do SMP (ver Figura 22). Um dos fatores que justificou o insucesso do SMP foi a falta de uma intervenção mais agressiva do BCE, nomeadamente aquisições com montantes mais elevados.

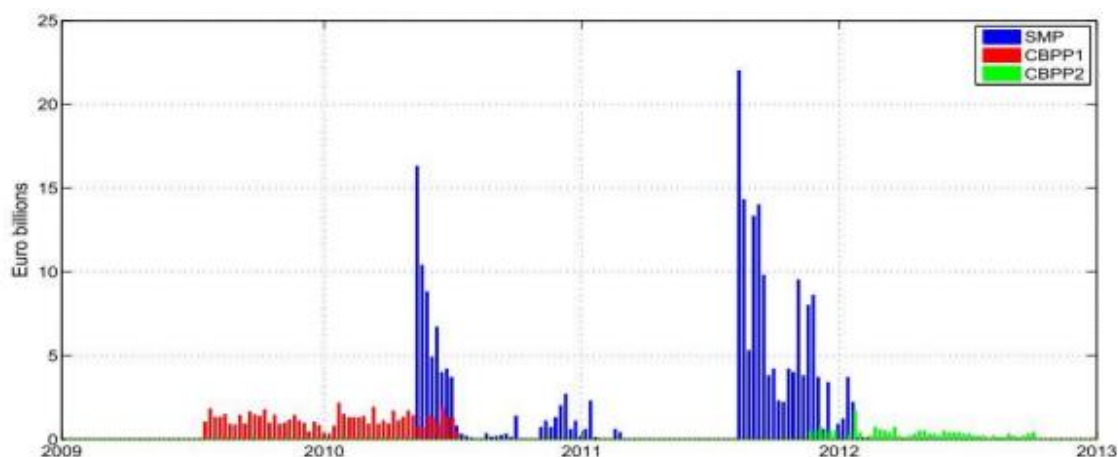
Em seguida, apesar de tardiamente, o BCE finalmente implementou o APP que permitiu uma descida das taxas de juro das OT a 10 anos dos países da ZE a partir de 2015 (ver Figura 9). Este programa foi considerado bem-sucedido, sendo prolongado até ao final de 2018, retomando novamente mais tarde (Mota, 2023).

Figura 22. Compras realizadas ao abrigo do SMP (em mil milhões de euros)

Issuer country	Outstanding amounts	
	Nominal amount (EUR billion)	Book value (EUR billion)
Ireland	14.2	13.6
Greece	33.9	30.8
Spain	44.3	43.7
Italy	102.8	99.0
Portugal	22.8	21.6
Total	218.0	208.7

Fonte: (Smith, 2020)

Figura 23. Compras efetuadas ao abrigo do CBPP vs. SMP



Fonte: (Smith, 2020)

Por outro lado, durante a crise pandémica, o BCE adotou uma política monetária intensamente expansionista, assente principalmente no PEPP e no reforço do APP. Ambos os programas permitiram ao BCE absorver, a um ritmo acelerado, os desequilíbrios na oferta e na procura observados no mercado, provocados pela pandemia (Schnabel, 2021). Assim, o BCE começou por adicionar um envelope de 120 mil milhões de euros ao APP entre os meses de março e dezembro de 2020, complementando as compras mensais no valor de 20 mil milhões de euros. Adicionalmente, foi criado o PEPP, que consistiu num programa criado em março de 2020, para fazer face à pandemia e que permitiu a compra

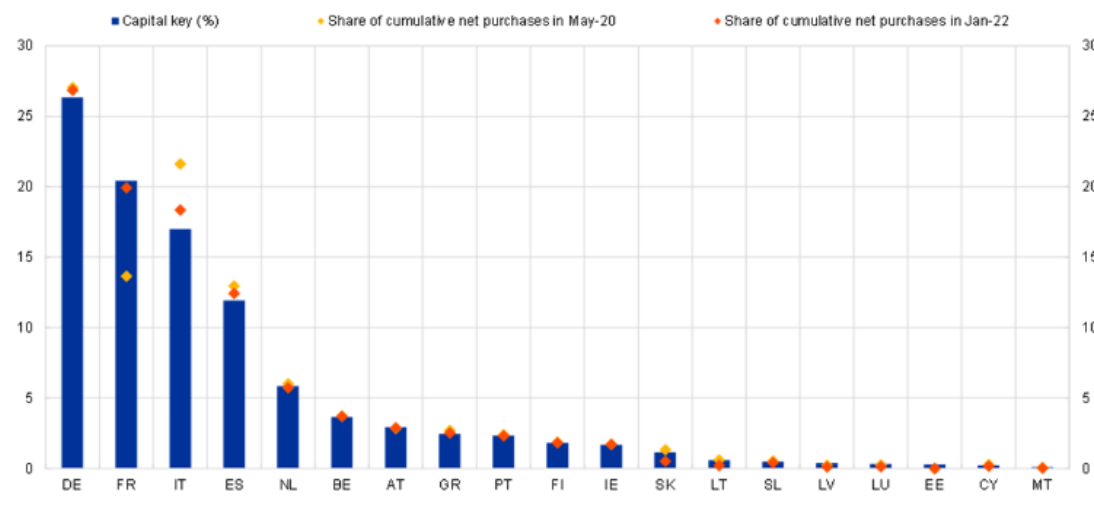
de ativos por parte do BCE, no valor de 750 mil milhões de euros, cujo valor demonstra uma reação bastante mais agressiva por parte do BCE comparativamente ao CBPP e ao SMP, ambos em curso no decorrer da crise financeira. Além disso, o PEPP sofreu dois aumentos de valor, o primeiro em junho de 2020, para 1.350 mil milhões, que representa quase o dobro do montante inicial, e o segundo em dezembro do mesmo ano, para 1.850 mil milhões de euros.

Perante o choque inicial provocado pela pandemia, o objetivo principal do PEPP era estabilizar o mercado financeiro, de modo a assegurar a adequada transmissão da política monetária do BCE (Schnabel, 2021). Tal como é possível verificar pela Figura 24, e à semelhança do APP, os montantes disponibilizado através do PEPP também foram atribuídos de acordo com a participação de cada país no capital do BCE, apesar de nas primeiras semanas de atuação deste instrumento terem ocorrido alguns desvios (Lane, 2022), como o caso de França, Itália e Espanha, sendo que os dois últimos tinham sido os dois países com a quebra no PIB mais acentuada na ZE em 2020 e França situou-se logo a seguir em sexto lugar (ver Figura 25). A recuperação dos países da ZE foi de um modo geral bastante positiva, uma vez que se observou uma rápida melhoria do PIB em 2021 (ver Figura 21) e as taxas de juro das OT mantiveram-se estáveis, registando mesmo uma redução a partir do terceiro trimestre de 2020) (ver Figura 9 e 26).

Desta forma, a ação do BCE foi um sucesso, na medida em que o PEPP rapidamente reinstaurou a confiança dos agentes económicos e das condições de liquidez, evitando um colapso do sistema financeiro (Schnabel, 2021). Sem a criação deste importante programa, os *spreads* das *yields* dos países da ZE teriam disparado (ver Figura 26), trazendo problemas semelhantes àqueles com que os mesmos se depararam após a crise financeira. Os instrumentos utilizados como resposta à crise da Covid-19, especialmente o PEPP disponibilizaram montantes muito superiores àqueles facultados pelo CBPP e pelo SMP durante a crise financeira, sendo que juntos totalizaram aproximadamente 320 mil milhões de euros, o que corresponde a cerca de 20% do valor final do PEPP (1.850 mil milhões de euros). Para além disso, a resposta do BCE perante o surgimento da crise pandémica foi muito mais eficaz devido essencialmente à sua rapidez na aplicação de medidas de *quantitative easing* (APP), que ao contrário da crise financeira, desta vez foi imediata, através da implementação conjunta do APP e do PEPP. No entanto, em termos globais as compras ao abrigo do PEPP foram significativamente menores

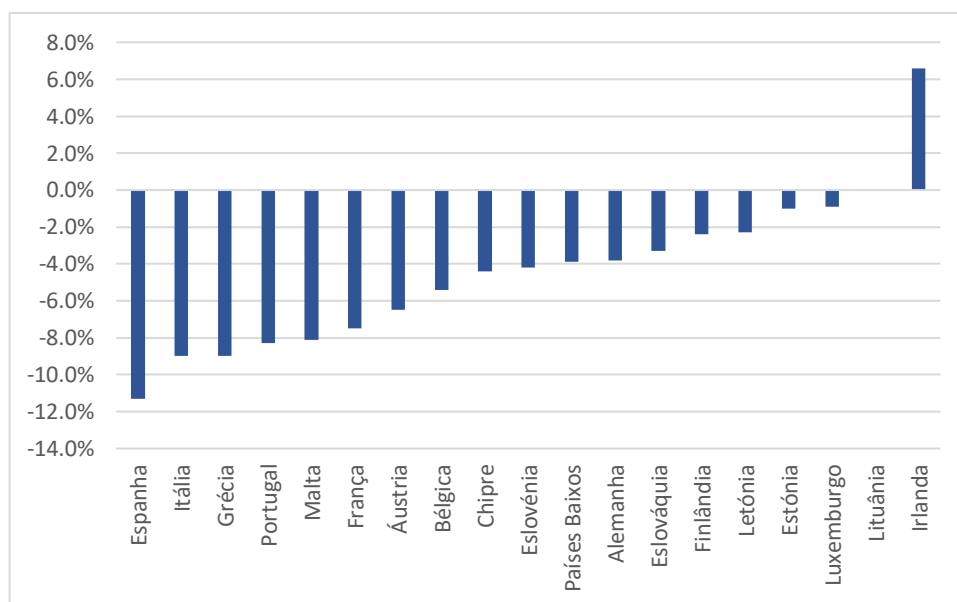
comparativamente com o APP (ver Figura 27), que no final da sua vigência totalizava 3.265 mil milhões de euros (Hill, 2022).

Figura 24. Volume atribuído do PEPP em relação à participação no capital no ECB



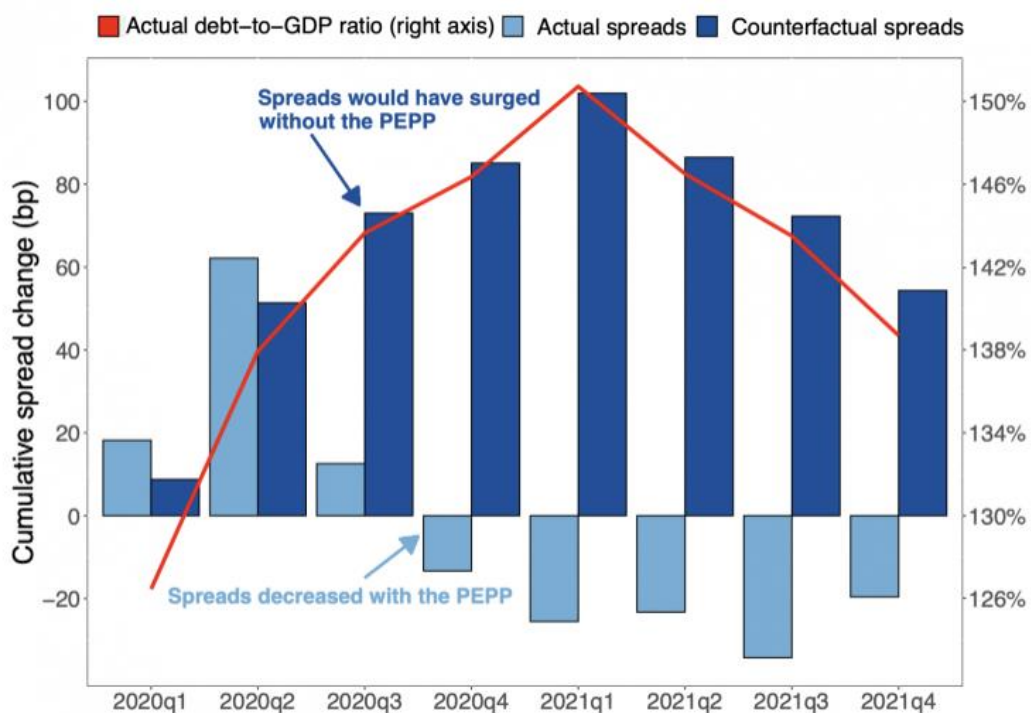
Fonte: (Lane, 2022)

Figura 25. Crescimento real do PIB (em %) (2020)



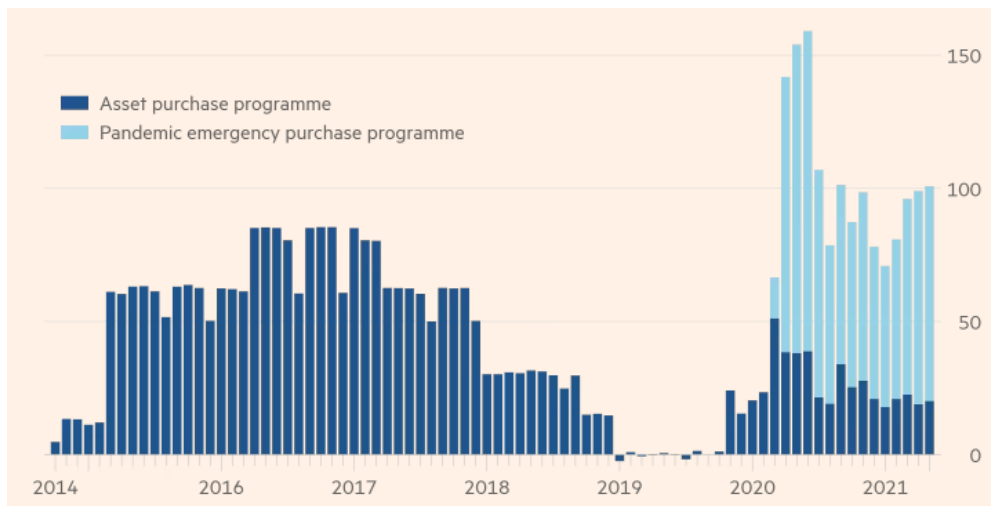
Fonte: (Eurostat, 2023b)

Figura 26. Spreads das OT da ZE com e sem a implementação do PEPP



Fonte: (Zenios et al., 2022)

Figura 27. Compras mensais de dívida por parte do BCE (em mil milhões de euros)



Fonte: (Arnold & Stubbington, 2021)

Conclusão

Ao longo deste estudo foram abordadas as duas crises mais importantes das últimas duas décadas, a crise do *subprime* e a crise da Covid-19. A primeira teve origem na facilitação da concessão de empréstimos imobiliários pelos bancos ao setor privado nos EUA, bem como na posterior titularização de ativos com garantias em hipotecas, que aquando da queda abrupta do preço dos imóveis gerou perdas bastante significativas nos investidores. Por outro lado, a crise pandémica teve origem na disseminação do vírus da Covid-19, que surgiu na China e rapidamente se espalhou para todo o mundo, causando perturbações no normal funcionamento das cadeias de valor globais e em toda a economia.

Tendo em conta a pesquisa e a análise realizadas no decorrer desta dissertação, é possível concluir que, resumidamente, a rapidez e a eficácia da reação da política económica às duas crises abordadas no estudo foram completamente distintas. O BCE reagiu à crise financeira de forma lenta e pouco vigorosa, limitando-se à redução tardia das taxas de juro, apenas em outubro de 2008, que com as sucessivas diminuições que sofreram aproximaram-se cada vez mais de zero, tornando o seu efeito nulo. Perante esta situação, o BCE complementou a sua resposta à crise com outro tipo de medidas de política monetária, nomeadamente através de concessão de liquidez ao sistema bancário mediante as MRO e LTRO, ainda através de medidas não convencionais como a criação de um programa de aquisição de *covered bonds* (CBPP).

A ligeira recuperação da economia europeia induziu o BCE em erro, levando-o a aumentar novamente as taxas de juro das MRO entre abril e julho de 2011 (ver Figura 8) e a eliminar medidas não convencionais criadas para apoio aos países, como o estabelecimento dos *swaps* cambiais com o FED em dezembro de 2007; a adoção do método de leilão de taxa fixa com colocação integral para as MRO e LTRO, e o alargamento da lista de ativos elegíveis como colaterais em outubro de 2008; e o lançamento do CBPP em 2009. O abandono precoce destas medidas levou a que, num curto espaço de tempo, estas tivessem de ser reimplementadas.

Como consequência da falta de liquidez no sistema financeiro europeu, surgiu na Europa uma crise da dívida soberana que afetou principalmente os países periféricos da ZE, nomeadamente Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Este período foi marcado por elevada taxas de juro implícitas nas OT a 10 anos destes países, o que dificultou o seu acesso a financiamento externo, levando-os a mergulhar num período caracterizado por elevados

níveis de dívida pública e défices orçamentais avultados. Face a este cenário, o BCE começou então a adotar fortes medidas de resolução da crise, como por exemplo, através da criação de programas de *quantitative easing* que lhe permitiu adquirir dívida pública dos países mais afetados, provocando a diminuição das taxas de juro das OT e facilitando o acesso ao crédito por parte destes estados-membros.

No que diz respeito à política orçamental, o comportamento adotado pelo Governo português foi caracterizado pelas medidas de austeridade, principalmente a partir de 2012, ano marcado pela intervenção da *TROIKA*, cuja principal função foi conceder financiamento à economia nacional e em simultâneo reduzir ao máximo o défice orçamental, através do Programa de Ajustamento Económico. Este programa continha uma série de medidas que previam cortes radicais nas despesas públicas e aumento das receitas, que apenas começaram a ser invertidas a partir de 2015, apesar de a recuperação económica do país não ser a esperada.

Por outro lado, e mais recentemente, a crise da Covid-19 colocou novamente à prova os Governos dos países em todo o mundo, na medida em que o choque que afetou a economia mundial não teve origem no sistema financeiro, como na crise do *subprime*, mas sim num acontecimento epidemiológico. Ao contrário do que se verificou durante a crise financeira, o BCE atuou rápida e assertivamente com medidas de *quantitative easing* de apoio à economia europeia, mais precisamente o APP e o PEPP, que permitiram a estabilização das *yields* a 10 anos, evitando o erro cometido no passado, que acabou por desencadear a crise das dívidas soberanas.

Os problemas que surgiram no âmbito da crise financeira em 2007 e que despoletaram a crise das dívidas soberanas não se voltaram a repetir em 2020, o que demonstra a eficácia das medidas adotadas pelo BCE e pela CE no combate à crise pandémica. Porém, a política monetária da ZE deve continuar a caminhar no sentido de alcançar a máxima harmonização entre países, uma vez que a área do euro é composta por um conjunto alargado de países com características distintas a vários níveis, o que consequentemente desencadeia reações e ritmos de recuperação diferentes perante ambientes de tensão que abalam as economias.

Podemos por fim concluir que enquanto a crise financeira foi marcada por medidas precoces e não coordenadas de consolidação orçamental, aplicadas num momento de extrema contração da procura, que levaram a um atraso ainda maior na recuperação da economia europeia e nacional, no contexto da crise da Covid-19, as medidas expansionistas

adotadas, nomeadamente o programa *Next Generation EU* e o Quadro Financeiro Plurianual para o período compreendido entre 2021 e 2027 que vieram fomentar o investimento público, revelaram uma regeneração sustentada e ágil das economias. Assim, ao nível da política orçamental, a UE rapidamente anunciou o Plano de Recuperação Económica, com o propósito de fortalecer e renovar a UE a longo prazo, de modo a fazer face ao impacto negativo gerado pela pandemia na economia europeia. Em termos de volume de incentivos fiscais, as medidas de política orçamental de apoio às economias tiveram um peso no PIB superior durante a crise da Covid-19, relativamente à crise financeira, em praticamente todos os países da ZE, o que permitiu uma recuperação mais rápida e sustentada das economias, ao contrário de uma abordagem caracterizada por medidas de austeridade, como foi o caso do período marcado pela crise de 2007.

Já na ótica da política monetária, durante a crise financeira as medidas adotadas pelo BCE foram bastante modestas, das quais fizeram parte principalmente os três programas de aquisição de *covered bonds* e o SMP, levando a ZE a mergulhar numa crise da dívida soberana. Em 2015, cerca de oito anos após o início da crise financeira, o BCE finalmente criou um programa de compra de ativos em larga escala, o APP, que permitiu que a economia europeia se reerguesse, registando-se uma redução das *yields* das OT a 10 anos dos estados-membros da ZE, um aumento dos *spreads* das *yields*, a melhoria das condições de financiamento e o aumento de liquidez no mercado das *covered bonds*.

Contrariamente a este cenário, durante a crise pandémica o BCE reagiu ativa e vigorosamente com o reforço do APP e com a criação do novo PEPP, cujo montante disponibilizado foi muito superior aos programas adotados no decorrer da crise financeira. Esta medida impediu a degradação das condições de liquidez no sistema financeiro, sendo que o BCE foi responsável por absorver os desequilíbrios do mesmo. O sucesso do PEPP foi notório, o que se pode verificar pela evolução positiva do PIB dos países da ZE imediatamente no ano seguinte à eclosão da crise, bem como na descida das *yields*, o que contrasta profundamente com a recuperação lenta e tardia dos estados-membros da ZE após a crise financeira e posterior crise das dívidas soberanas.

Referências Bibliográficas

- Afonso, A., Arghyrou, M. G., & Kontonikas, A. (2015). *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU* (1781).
- Agência para a Modernização Administrativa, I. (AMA). (2023). *Segurança Social: formulário para apoio excecional à família disponível*. EPortugal.
- Aizenman, J., Binici, M., & Hutchison, M. M. (2013). *Credit Ratings and the Pricing of Sovereign Debt during the Euro Crisis* (19125). <http://www.nber.org/papers/w19125>
- Amador, J., Gouveia, C., & Pimenta, A. C. (2021). *COVID-19, Lockdowns and International Trade: Evidence from Firm-Level Data* (14; 2021). www.bportugal.pt
- Amaral, C. (2017). *A vertente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento-aplicação a Portugal* (04/2017). www.gpeari.min-financas.pt
- Arnold, M., & Stubbington, T. (2021, May 21). *Rising bond yields test ECB nerves ahead of decision on tapering*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/a452a053-afe0-4274-a937-d3ffbbba0139e>
- Bagus, P., Peña-Ramos, J. A., & Sánchez-Bayón, A. (2023). Capitalism, COVID-19 and lockdowns. *Business Ethics, the Environment and Responsibility*, 32(S1), 41–51. <https://doi.org/10.1111/beer.12431>
- Baldwin, R. E., Evenett, S. J., Wolfe, R., & Centre for Economic Policy Research (Great Britain). (2020). *COVID-19 and trade policy : Why turning inward won't work*. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Banco Central Europeu. (2018). *What is the main refinancing operations rate?* European Central Bank | Eurosystem. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/mro.en.html>
- Banco Central Europeu. (2020a). DECISÃO (UE) 2020/407 DO BANCO CENTRAL EUROPEU. *Jornal Oficial Da União Europeia*, 80(23), 1–2.
- Banco Central Europeu. (2020b). DECISÃO (UE) 2020/614 DO BANCO CENTRAL EUROPEU. *Jornal Oficial Da União Europeia*, 141(29), 1–9.
- Banco Central Europeu. (2021, November 16). *Porque é que a inflação é atualmente tão elevada?* Banco Central Europeu | Eurosistema. https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/high_inflation.pt.html
- Banco Central Europeu. (2022, November 25). *Funcionamento do programa do BCE de compra*

- de ativos*. Banco Central Europeu .
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/app.pt.html>
- Banco de Portugal. (2018). *A crise de 2007: origens, propagação, resposta e desafios*. Banco de Portugal. <https://www.bportugal.pt/intervencoes/intervencao-do-governador-carlos-da-silva-costa-na-visita-ao-bank-al-maghrib-crise-de>
- Banco de Portugal. (2020). *COVID-19: acompanhamento do impacto da pandemia nas empresas*.
- Banco de Portugal. (2021a). *Boletim Económico - Dezembro 2021*. www.bportugal.pt
- Banco de Portugal. (2021b). *Como a política monetária está a ajudar a combater os efeitos da pandemia*. Banco de Portugal. <https://www.bportugal.pt/page/como-politica-monetaria-esta-ajudar-combater-os-efeitos-da-pandemia>
- Banco de Portugal. (2022). *Boletim Económico - Junho 2022*.
- Banco de Portugal. (2023a). *Dívida pública*. Banco de Portugal.
<https://bpstat.bportugal.pt/dominios/28>
- Banco de Portugal. (2023b). *Medidas associadas à pandemia de COVID-19*. Banco de Portugal.
<https://www.bportugal.pt/page/medidas-nao-convencionais-associadas-pandemia-da-covid-19#:~:text=Opera%C3%A7%C3%B5es%20de%20ced%C3%AAncia%20de%20liquidez%20adicional%20%28LTRO-A%29%20O,e%20com%20condi%C3%A7%C3%B5es%20favor%C3%A1veis%2C%20at%C3%A9%20junho%20de%202020%3A>
- Banco de Portugal. (2023c). *O que é a inflação?* Banco de Portugal.
<https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/paginas/1492>
- Banco de Portugal. (2023d). *O que são as balanças corrente e de capital?* Banco de Portugal.
<https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/paginas/1418>
- Banco de Portugal. (2023e). *Relatório da Implementação da Política Monetária - 2020*. Banco de Portugal. <https://www.bportugal.pt/page/relatorio-da-implementacao-da-politica-monetaria-2020-0>
- Banco de Portugal. (2023f). *Taxas de juro no crédito à habitação*. Banco de Portugal.
<https://clientebancario.bportugal.pt/pt-pt/taxas-de-juro-no-credito-habitacao>
- Banco de Portugal. (2023g). *Taxas de juro oficiais e de referência*. Banco de Portugal.
<https://www.bportugal.pt/page/taxas-de-juro-oficiais-do-eurosistema-pol-mon>
- Bańkowski, K., Bouabdallah, O., Domingues Semeano, J., Dorrucci, E., Freier, M.,

- Jacquino, P., Modery, W., Rodríguez-Vives, M., Valenta, V., & Zorell, N. (2022). *The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective* (291).
- BCE. (2023). *Inflation rates - Index of consumer prices*. <https://www.euro-area-statistics.org/inflation-rates?cr=eur&lg=ga>
- Bernanke, B. (2017). *The Courage to Act*. W. W. Norton & Co.
- Bernanke, B., Reinhart, V., & Sack, B. (2004). *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment* (2004/48).
- Blanchard, O., & Pisani-Ferry, J. (2021, March 11). *Persistent COVID-19: Exploring potential economic implications*. Peterson Institute for International Economics. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/persistent-covid-19-exploring-potential-economic-implications>
- Blinder, A. (2013). *After the Music Stopped*. Penguin Press.
- Blot, C., Creel, J., & Hubert, P. (2020). *APP vs PEPP: Similar, But With Different Rationales*.
- Boone, L., Haugh, D., Pain, N., & Salins, V. (2020). Tackling the fallout from Covid-19. *Economics in the Time of COVID-19*, 37–44.
- Brender, A., Pisani, F., & Gagna, E. (2013). *The sovereign debt crisis: placing a curb on growth*. Centre for European Policy Studies (CEPS).
- Buti, M. (2020, July 13). *A tale of two crises: Lessons from the financial crisis to prevent the Great Fragmentation*. Center for Economic Policy Research. <https://cepr.org/voxeu/columns/tale-two-crises-lessons-financial-crisis-prevent-great-fragmentation>
- Calem, P. S., Gillen, K., & Wachter, S. (2004). The Neighborhood Distribution of Subprime Mortgage Lending of Governors of the Federal Reserve System. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29(4), 393–410.
- Castro, G., Felix, R. M., Julio, P., & Maria, J. R. (2013). *Fiscal Multipliers in a Small Euro Area Economy: How Big Can They Get in Crisis Times?* (11).
- Conselho da União Europeia. (2020). Regulamento (UE, Euratom) 2020/2093 do conselho de 17 de dezembro de 2020 que estabelece o quadro financeiro plurianual para o período de 2021 a 2027. *Jornal Oficial Da União Europeia*, 433(11), 1–12.
- Conselho Nacional de Supervisores Financeiros. (2020). *Principais medidas adotadas para mitigação dos impactos da pandemia de COVID-19: uma análise comparativa*. https://ec.europa.eu/competition/state_aid/what_is_new/State_aid_decisions_TF_and_107_2_b_and_107_3_b.pdf.

- Deroose, S. (2007). A European Economic Recovery Plan. *Directorate General for Economic and Financial Affairs*, 6(1).
- Dolls, M., Fuest, C., & Peichl, A. (2012). Automatic stabilizers and economic crisis: US vs. Europe. *Journal of Public Economics*, 96(3–4), 279–294.
<https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2011.11.001>
- Draghi, M. (2014). Monetary policy in a prolonged period of low inflation. *Monetary Policy in a Changing Financial Landscape*, 1–188.
- ECB. (2023a). *Key ECB interest rates*. ECB.
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html
- ECB. (2023b). *Taxas de juro oficiais do BCE - Facilidade permanente de depósito*. ECB.
<https://bpstat.bportugal.pt/serie/12504591>
- Eggertsson, G. B., & Krugman, P. (2012). Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A fisher-minsky-koo approach. *Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469–1513.
<https://doi.org/10.1093/qje/qjs023>
- Eser, F., Schwaab, B., Ehrmann, M., Hartmann, P., Holthausen, C., Siem, J., Koopman, A., Lucas, S., Manganelli, J., Muellbauer, F., Smets, J.-L., & Peydró, O. V. (2013). *Assessing Asset Purchases Within the ECB's Securities Markets Programme* (1587).
http://www.ecb.europa.eu/Fax+496913446000http://ssrn.com/abstract_id=2317199.
<http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/wps/date/html/index.en.html>
- Euribor rates. (2023). *Euribor rates - All information on Euribor*. Euribor Rates.
<https://www.euribor-rates.eu/en/>
- European Banking Authority. (2011). *European Banking Authority 2011 EU-Wide Stress Test Aggregate Report*. <http://eba.europa.eu/News--Communications/Year/2011/The-EBA-publishes-details-of-its-stress->
- European Central Bank. (2009, June 4). *Purchase programme for covered bonds*. European Central Bank.
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html
- European Central Bank. (2010a). *Monthly Bulletin - June 2010*.
- European Central Bank. (2010b). *Monthly Bulletin - October 2010*.
<http://www.ecb.europa.eu/Fax+496913446000>
- European Central Bank. (2020a). *ECB extends pandemic emergency longer-term refinancing operations*. European Central Bank | Eurosystem.

- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210~8acfa5026f.en.html>
- European Central Bank. (2020b, June 25). *New Eurosystem repo facility to provide euro liquidity to non-euro area central banks*. European Central Bank | Eurosystem.
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200625~60373986e5.en.html>
- European Central Bank. (2021). Decision EU 2021/124 of the ECB. *Official Journal of the European Union*, 38(93).
- European Central Bank. (2023). *Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)*. European Central Bank | Eurosystem.
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>
- European Commission. (2009). *The EU's response to support the real economy during the economic crisis: an overview of Member States' recovery measures* (51). Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Commission. (2011). *The Economic Adjustment Programme for Portugal* (79). European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Commission. (2021a). *The EU's 2021-2027 long-term Budget and NextGenerationEU*.
<https://doi.org/10.2761/91357>
- European Commission. (2021b). *Draft budgetary plans 2021*. European Commission.
https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/stability-and-growth-pact/annual-draft-budgetary-plans-dbps-euro-area-countries/draft-budgetary-plans-2021_en
- European Commission. (2023). *Report on the European instrument for Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak pursuant to Article 14 of Council Regulation (EU) 2020/672*.
- European Stability Mechanism. (2023). *ESM's role in the European response to Covid-19*. European Stability Mechanism. <https://www.esm.europa.eu/content/europe-response-corona-crisis>
- European Stability Mechanism. (2020). *Proposal from the Managing Director for financial assistance in the form of a Pandemic Crisis Support*.
- European Stability Mechanism. (2023a). *The crisis spreads to Portugal: a second call for aid*. European Stability Mechanism.
<https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/crisis-spreads-portugal->

second-call-aid

European Stability Mechanism. (2023b). *Who We Are*. European Stability Mechanism.

<https://www.esm.europa.eu/about-us>

European Union. (2023). *NextGeneration EU*. European Union. [https://next-generation-](https://next-generation-eu.europa.eu/index_en#make-it-equal)

[eu.europa.eu/index_en#make-it-equal](https://next-generation-eu.europa.eu/index_en#make-it-equal)

Eurostat. (2020). *Guidance Note on the Recording of The Future EIB Pan-European Guarantee Fund*.

Eurostat. (2023a). *Government deficit/surplus, debt and associated data*.

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_EDPT1__custom_7430810/default/table?lang=en

Eurostat. (2023b). *Real GDP growth rate - volume*. Eurostat.

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=en>

Eurostat. (2023c). *Total unemployment rate*. Eurostat.

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/TPS00203/default/table?lang=en>

Fernandes, A., Alves, C., Rocha, M., & Mota, P. (2022). *Mercados, Produtos e Valorimetria de Ativos Financeiros* (4th ed.). Almedina.

Fernandes, A. L. C., & Mota, P. R. (2012). *The Present Sovereign Debt Crisis of the Euro Zone Peripheral Countries: A Case of Non-Mature Democracies and Less Developed Economies* (458).

Ferrão, J., Pinto, H., Maria Castro Caldas, J., & Miguel do Carmo, R. (2022).

Vulnerabilidades Territoriais, Pandemia e Emprego: Uma Análise Exploratória de Perfis Socioeconómicos Municipais e Impactos da COVID-19 em Portugal. *Revista Portuguesa de Estudos Regionais*, 63(2023), 161–182. <https://vulnerabilidades-territoriais.datalabor.pt/>

Franco, D., & Balassone, F. (2000). Public Investment, the Stability Pact and the ‘Golden Rule.’ *The Journal of Applied Public Economics*, 21(2), 207–229.

Gechert, S., & Rannenberg, A. (2018). Which Fiscal Multipliers are Regime-Dependent? A Meta-Regression Analysis. *Journal of Economic Surveys*, 32(4), 1160–1182.

<https://doi.org/10.1111/joes.12241>

Gopinath, G. (2020). Limiting the economic fallout of the coronavirus with large targeted policies. In R. Baldwin & B. Weder di Mauro (Eds.), *Mitigating the COVID economic crisis act fast and do whatever it takes* (pp. 41–47). CEPR Press.

Hartmann, P., & Smets, F. (2018). *The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy* (2219).

- Hill, A. (2022). *ECB Asset Purchase Programme (APP) and Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*.
- Hoekman, B., Fiorini, M., & Yildirim, A. (2020). Covid-19: export controls and international cooperation. *Covid-19 and Trade Policy: Why Turning Inward Won't Work*, 77–88.
- IGCP. (2023). *Evolução dos Ratings da República Portuguesa*.
- INE. (2018). *Como se calcula o PIB*.
- INE. (2021a). *Contas Nacionais Trimestrais e Anuais Preliminares - 4º Trimestre de 2020 e Ano 2020*.
- INE. (2021b). Estatísticas do Turismo 2020: Contração Sem Precedente Histórico. In *Estatísticas do Turismo*.
- Instituto Nacional de Estatística. (2023). *O VAB e o Consumo de Turismo no Território Económico Superaram os Níveis Pré-Pandemia*.
- Krugman, P. (2008). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W. W. Norton & Company.
- Krugman, P. (2009). How Did Economists Get It So Wrong? *The New York Times*, 1–15.
http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?_r=1&pagewanted=print
- Krugman, P. (2012). *End This Depression Now*. W. W. Norton & Company.
- Lane, P. R. (2022). *Monetary policy during the pandemic: the role of the PEPP*.
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220331~b11d74f249.en.html>
- Magnus, M., Deslandes, J., & Dias, C. (2019). *Towards a fundamental re-design of Banks' Stress Tests in the EU?*
- Meyer, B. H., Prescott, B. C., & Sheng, X. S. (2023). The impact of supply chain disruptions on business expectations during the pandemic. *Energy Economics*, 126, 106951. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106951>
- Ministério das Finanças. (2011). *Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015*.
<http://www.min-financas.pt>
- Ministério das Finanças. (2014). *Documento de Estratégia Orçamental 2014 - 2018*.
<http://www.min-financas.pt>
- Ministério das Finanças. (2021). *Síntese de Execução Orçamental - janeiro 2021*.
<http://www.dgo.gov.pt>

- Miroudot, S. (2020). Resilience versus robustness in global value chains: Some policy implications. *COVID-19 and Trade Policy : Why Turning Inward Won't Work*, 128–141.
- Mota, P. (2023). *Austeridade Expansionista: Como matar uma ideia zombie?* (2nd ed.). Almedina.
- Mota, P., Fernandes, A., & Nicolescu, A. C. (2015). The Recent Sovereign Debt Crisis in the Euro Zone: A Matter of Fundamentals? *Acta Oeconomica*, 65(1), 1–25.
- OECD. (2023a). *Current account balance*. OECD. <https://data.oecd.org/trade/current-account-balance.htm#indicator-chart>
- OECD. (2023b). *Long-term interest rates*. OECD. <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>
- OECD. (2023c). *Real GDP forecast*. OECD. <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm>
- OECD. (2023d). *Trade in goods and services*. OECD. <https://data.oecd.org/trade/trade-in-goods-and-services.htm#indicator-chart>
- OECD. (2023e). *Unemployment rate*. OECD. <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>
- Pordata. (2023). *Investimento: Formação bruta de capital fixo em % do PIB*. Pordata. <https://www.pordata.pt/europa/investimento+formacao+bruta+de+capital+fixo+em+percentagem+do+piib-3568>
- Presidência Portuguesa do Conselho da UE. (2023a). *Conselho da União Europeia aprova Mecanismo de Recuperação e Resiliência*. Eurocid. <https://www.2021portugal.eu/pt/noticias/conselho-da-uniao-europeia-aprova-mecanismo-de-recuperacao-e-resiliencia/>
- Presidência Portuguesa do Conselho da UE. (2023b). *Próxima Geração UE*. Eurocid. <https://eurocid.mne.gov.pt/proxima-geracao-ue>
- Reinhart, C. M., & Reinhart, V. R. (2010). *After the Fall* (16334).
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises* (13882). <http://www.nber.org/papers/w13882>
- República Portuguesa. (2010). *Programa de Estabilidade e Crescimento 2010 - 2013*. <http://www.min-financas.pt>
- República Portuguesa. (2021). *Recuperar Portugal, Construindo o futuro*. <http://www.portugal.gov.pt>
- Sapir, A. (2020). Why has COVID-19 hit Different European Union Economies So Differently? *Policy Contribution*, 18, 1–13.

- Sapir, A., Fellow, S., Guntram Wolff, B. B., Carlos de Sousa, B., Fellow, A., Alessio Terzi, B., Assistant, R., & Zoppè, A. (2014). *The Troika and Financial Assistance in the Euro Area: Successes and Failures*. www.europarl.europa.eu/ECON
- Schnabel, I. (2021). *Asset purchases: from crisis to recovery*.
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210920~ae2c7412dc.en.html>
- Shiller, R. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It*. Princeton University Press.
- Shin, H. S. (2009). Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 101–119.
http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id9988865.
- Skidelsky, R., Krugman, P., & Keynes, J. M. (2018). The general theory of employment, interest, and money. In *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (1st ed.). Palgrave Macmillan Cham. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-70344-2>
- Smith, A. (2020). The European Central Bank's Securities Markets Programme. *Journal of Financial Crises*, 2(3), 369–381.
- Sorkin, A. (2009). *Too Big to Fail*. Viking Press.
- Sousa-Leite, J., Correia, D., Coutinho, C., & Camacho, C. (2022). *The Banco de Portugal Balance Sheet Expansion During the Last Two Decades: A Monetary Policy Perspective* (5). www.bportugal.pt
- Stiglitz, J. (2016). *The Great Divide: Unequal Societies and What We Can Do About Them*. W. W. Norton & Company.
- Stiglitz, J. E. (2001). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton & Company.
- Stiglitz, J. E. (2012). *The price of inequality*. W. W. Norton & Company.
- Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House, Inc. www.rh-newsletters.com
- Tavlas, G. S., Hall, S., Gibson, H. D., & Hall, S. G. (2011). *The Greek financial crisis: growing imbalances and sovereign spreads* (11/25).
- The Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The financial crisis inquiry report*. Financial Crisis Inquiry Commission.
- The World Bank. (2023). *Inflation, consumer prices (annual %) - Euro area*. The World Bank. <https://data.worldbank.org/indicator/FPCPI.TOTL.ZG?locations=XC>

- Varoufakis, Y. (2015). *Europe after the Minotaur: Greece and the future of the global economy*. Zed Books.
- Vink, D., & Thibault, A. E. (2008). ABS, MBS and CDO Compared: An Empirical Analysis. *The Journal of Structured Finance*, 14(2008), 27–45.
- Will, F., & Kwon, S. (2010). Was the ECB Covered Bond Purchase Programme a Success? *European Covered Bond Factbook*, 5, 27–34.
- World Travel & Tourism Council. (2018). *The Economic Impact of Travel & Tourism*.
- Yale, G. (2009). *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*.
- Zenios, S., Cheng, G., Consiglio, A., & Alberola, E. (2022, September 24). *The ECB's asset purchase programme granted debt sustainability in the pandemic. Its termination should not derail it*. CEPR. <https://cepr.org/voxeu/columns/ecbs-asset-purchase-programme-granted-debt-sustainability-pandemic-its-termination>