U.PORTO

MESTRADO
ECONOMIA

Desequilíbrios Macroeconómicos e Ajustamento numa União Monetária: O Caso de Portugal

António José Fernandes Marques

M

2025

FACULDADE DE **ECONOMIA**

U.PORTO

FEP FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DO PORTO

Desequilíbrios Macroeconómicos e Ajustamento numa União Monetária: O Caso de Portugal

António José Fernandes Marques

Dissertação
Mestrado em Economia

Orientado por
João Manuel de Matos Loureiro

2025

Agradecimentos

Findo o trabalho que consagra a conclusão desta etapa académica, cumpre-me expressar os meus votos de gratidão a todos aqueles que, de alguma forma, tornaram possível a sua realização e me acompanharam neste percurso.

Ao Professor Doutor João Loureiro, expresso o meu reconhecimento pela orientação rigorosa, pela partilha de conhecimento e pela constante disponibilidade ao longo do desenvolvimento desta dissertação.

Aos meus pais, agradeço profundamente, não só pelas oportunidades que sempre me proporcionaram, mas também pela confiança, pelo apoio incondicional e, acima de tudo, por me ensinarem, com o seu exemplo, a nunca desistir perante as dificuldades.

Ao meu irmão, meu companheiro de vida e melhor amigo, agradeço por toda a paciência e preocupação, pelos desabafos partilhados e pela presença constante, sempre pronto a puxar-me para cima.

À Eva, minha namorada, deixo o meu apreço pelo suporte, pela compreensão e, sobretudo, pela serenidade e motivação que sempre me transmite, nunca permitindo que me dê por vencido.

Aos meus amigos, agradeço por estarem presentes, pelas conquistas que já partilhámos e por todas aquelas que, tenho a certeza, ainda iremos celebrar juntos.

Resumo

A presente dissertação investiga as causas e a evolução dos desequilíbrios macroeconómicos que Portugal acumulou desde o início da década de 1990, durante a preparação para a adesão ao euro, até à crise de liquidez que, em 2011, levou à interrupção do financiamento de mercado e ao pedido de assistência externa. Analisa-se como as expetativas de convergência, associadas à União Económica e Monetária (UEM), mascararam e perpetuaram fragilidades estruturais da economia portuguesa, traduzidas em défices orçamentais e externos persistentes, endividamento elevado e ganhos de competitividade inexistentes, configurando um processo de "falsa convergência" que agravou os desequilíbrios até se tornarem insustentáveis.

Examina-se como Portugal procurou responder a esta crise através do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) acordado com a Troika, detalhando a sua estrutura e objetivos, bem como a respetiva execução, onde se identificam os principais constrangimentos enfrentados e os resultados alcançados. Ao analisar a evolução das variáveis macroeconómicas desde o início do programa até à atualidade, evidenciam-se correções significativas, sobretudo ao nível das contas externas e das finanças públicas, embora persistam fragilidades estruturais que continuam a limitar o potencial de crescimento e a convergência da economia portuguesa no contexto europeu.

Conclui-se que, apesar das limitações impostas pela ausência de instrumentos tradicionais de ajustamento e das lacunas na governação económica europeia, o ajustamento interno possibilita a correção de desequilíbrios macroeconómicos numa união monetária. O caso português ilustra esta possibilidade, demonstrando que, embora o processo seja exigente e gradual, é possível alcançar os objetivos técnicos de estabilização e reequilíbrio económico.

Códigos JEL: E65, F32, F45, H63

Palavras-chave: Desequilíbrios Macroeconómicos; União Económica e Monetária; Crise de Liquidez; Ajustamento Interno.

Abstract

This dissertation investigates the causes and evolution of the macroeconomic imbalances that Portugal accumulated from the early 1990s, during the preparation for joining the euro, up to the liquidity crisis that, in 2011, led to the interruption of market financing and the request for external assistance. It analyses how the convergence expectations associated with membership of the Economic and Monetary Union (EMU) masked and perpetuated structural weaknesses in the Portuguese economy, reflected in persistent budgetary and external deficits, high indebtedness, and a lack of competitiveness gains, resulting in a process of "false convergence" that exacerbated the imbalances until they became unsustainable.

The study examines how Portugal sought to respond to this crisis through the Economic and Financial Adjustment Programme (EFAP), agreed with the Troika, detailing its structure and objectives, as well as its implementation, identifying the main constraints faced and the results achieved. By analyzing the evolution of macroeconomic variables from the beginning of the programme to the present, the work highlights significant corrections, particularly in external accounts and public finances, although structural weaknesses persist that continue to limit Portugal's growth potential and convergence within the European context.

It concludes that, despite the limitations imposed by the absence of traditional adjustment instruments and the shortcomings in European economic governance, internal adjustment enables the correction of macroeconomic imbalances within a monetary union. The Portuguese case illustrates this possibility, showing that, although the process is demanding and gradual, it is possible to achieve the technical objectives of economic stabilization and rebalancing.

JEL Codes: E65, F32, F45, H63

Keywords: Macroeconomic Imbalances; Economic and Monetary Union; Liquidity Crisis; Internal Adjustment.

Índice

Agradecimentos ii

Resumo iii

Abstract iv

1. Introdução 1

2. Uma Estória com Final Anunciado 4

2.1. A Atividade Económica 5

2.2. As Contas Públicas 11

2.3. As Contas Externas 16

2.4. A Liquidez da Economia 20

3. O Pedido de Assistência Financeira 29

3.1. A Estrutura do PAEF 29

3.2. A Implementação do PAEF 32

4. Ajustamento e Recuperação 42

4.1. A Atividade Económica 42

4.2. As Contas Públicas 47

4.3. As Contas Externas 52

4.4. A Liquidez da Economia 56

5. Conclusões 63

Referências 68

Anexos 80

1. Introdução

A crise económica global que se seguiu à Crise Financeira Global (CFG) de 2007-2008 trouxe à tona vulnerabilidades significativas nas economias de vários países da Área do Euro (AE), de que são exemplos óbvios a Grécia e Portugal. Uma das consequências mais imediatas da recessão de 2009 foi o agravamento dos défices orçamentais que estes países cronicamente apresentavam. Esta situação alimentou dívidas públicas crescentes, o que, conjugado com más perspetivas de crescimento económico, resultou na incapacidade dos respetivos governos em aceder aos mercados financeiros para financiarem novos défices e efetuarem o *rollover* do stock da dívida. Em paralelo, nos mercados secundários, as *yields* das dívidas soberanas dos países problemáticos atingiram níveis extremamente elevados, refletindo a elevada probabilidade de incumprimento. Isto é, em vários países da AE acabou por se gerar uma crise de dívida soberana (Arghyrou & Kontonikas, 2012; Gómez-Puig & Sosvilla-Rivero, 2016; Lane, 2012).

A falta de acesso a liquidez por parte dos governos de alguns Estados-membros da AE acabou por se alargar ao setor privado desses países. Neste caso, o motivo principal terão sido os sucessivos défices externos (saldos negativos crónicos na balança corrente), que alimentaram crescentes dívidas externas e a contínua degradação da posição líquida de investimento internacional (PLII) (Alessandrini et al., 2014; Chen et al., 2013; Jaumotte & Sodsriwiboon, 2010; Reis, 2013). No essencial, tratava-se de dívida canalizada através dos sistemas bancários, que alimentava os referidos défices da balança corrente (estando essa dívida externa, em grande medida, refletida nos balanços dos bancos) (Shambaugh, 2012; Unger, 2017).

Por conseguinte, em paralelo com a crise de dívida soberana, acabou por ocorrer uma crise generalizada de liquidez em vários destes países, já que os bancos domésticos deixaram de ter acesso a crédito no exterior (essencialmente, junto de outros bancos da AE) (Allen & Moessner, 2013; Merler & Pisani-Ferry, 2012; Silvapulle et al., 2016). A partir da altura em que os Governos deixaram de ter capacidade financeira para (caso houvesse necessidade) "salvar" bancos domésticos, estes deixaram de ter acesso a crédito, generalizando-se a crise de liquidez (De Santis, 2014). Na Grécia, por exemplo, a falta de liquidez tornou-se mais visível, devido à fuga de depósitos do país, em antecipação a uma eventual saída da Grécia da União Monetária Europeia (UME) (Gourinchas et al., 2017).

No caso português, o acumular de desequilíbrios culminou, em abril de 2011, com um pedido de resgate financeiro por parte do governo a entidades internacionais – na Grécia, a mesma situação havia já ocorrido em maio de 2010. Nessa sequência, em maio de 2011, foi então acordado o Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) entre as autoridades portuguesas e a "Troika", constituída pela Comissão Europeia (CE), o Banco Central Europeu (BCE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI). Almejando restabelecer a confiança dos investidores internacionais e promover a competitividade assim como o crescimento económico sustentável, o Programa de Assistência assentou em três pilares: consolidação orçamental, recuperação da estabilidade do sistema financeiro e transformação estrutural da economia portuguesa.

O caso português ilustra bem o desafio fundamental colocado pela participação na União Económica e Monetária. Num país com moeda própria, os desequilíbrios macroeconómicos podem ser resolvidos de forma relativamente convencional. Por exemplo, desequilíbrios externos crónicos tipicamente acabam por conduzir a depreciações cambiais. Da mesma forma, défices orçamentais crónicos podem ser financiados pelo banco central, ainda que com impacto negativo sobre a estabilidade dos preços. Numa união monetária que se pretenda com funcionamento ordeiro, este tipo de soluções não está disponível.

Quando a Grécia entrou em dificuldades devido aos enormes desequilíbrios acumulados, chegou a ser sugerido por altos responsáveis de outros Estados-membros da UEM que a melhor solução seria a Grécia sair temporariamente da União para repor equilíbrios, voltando posteriormente. Mais tarde, esta mesma sugestão chegou a ser advogada internamente por algumas forças políticas e alguns economistas. Nesta dissertação, visa-se documentar como é possível uma economia pequena e vulnerável corrigir os seus desequilíbrios dentro de uma união monetária, sem ter de recorrer à solução extrema do abandono da moeda comum. Para o efeito, utiliza-se o caso concreto de Portugal.

A dissertação está organizada da forma que se descreve. Após a Introdução, o Capítulo 2 apresenta a evolução de vários indicadores da economia portuguesa num período que vai até 2011, contextualizando a respetiva trajetória até ao pedido de assistência financeira internacional. Em seguida, o Capítulo 3, descreve os elementos essenciais do PAEF acordado entre o governo português e a Troika, examinando também a respetiva execução. No Capítulo 4, é retomada a análise histórica dos indicadores económicos analisados no Capítulo 2, agora para o período pós-2011, permitindo aferir o impacto do Programa e o lento

regresso à normalidade. Por fim, na Conclusão, além de se sintetizarem os resultados do PAEF, faz-se ainda uma breve referência às causas institucionais e às limitações da arquitetura da UEM que favoreceram o acumular dos desequilíbrios, bem como às alternativas de solução que se colocam no caso de tais desequilíbrios se concretizarem.

2. Uma Estória com Final Anunciado

O final da primeira década do século XXI foi marcado pela crise financeira global e subsequente recessão económica. Num contexto de crescente globalização e interdependência económico-financeira, o irromper da crise do *subprime* nos EUA rapidamente se alastrou para o resto do mundo. Desde as economias menos desenvolvidas, às mais avançadas, todas foram afetadas, em maior ou menor grau.

Em particular, a recessão global expôs as vulnerabilidades estruturais de vários países, como foi o caso de Portugal. O país vinha acumulando desequilíbrios económicos e financeiros, sendo que a CFG e a subsequente crise económica foram o "gatilho" de algo que, mais cedo ou mais tarde, seria inevitável concretizar-se.

Em 2011, o governo português efetuou um pedido formal de assistência financeira ao FMI e à União Europeia (UE). Na altura, o Estado português não conseguia obter financiamento nos mercados e a dívida pública anteriormente emitida era transacionada nos mercados secundários com *yields* muito elevados, refletindo o risco de *default* que lhe era atribuído. Por tal motivo associa-se, muitas vezes, o pedido de assistência financeira ao desequilíbrio das contas públicas e à incapacidade de financiamento do Estado nos mercados.

Contudo, as razões subjacentes ao pedido de assistência financeira vão muito além do problema das contas públicas. De facto, Portugal vinha a observar vários tipos de desequilíbrios económicos ao longo dos anos que precederam a crise em que o país caiu (Baer et al., 2013; Blanchard, 2007; Reis, 2013). Neste trabalho dá-se particular atenção à situação de estagnação económica observada desde o início do século XXI (coincidindo temporalmente com a adoção do euro) e aos crónicos desequilíbrios externos e de contas públicas. Para além destes três aspetos, é ainda analisada a evolução do setor bancário português, no qual se fez sentir também a referida crise de liquidez, em íntima conexão com os referidos desequilíbrios macroeconómicos.

Assim, no presente capítulo, sintetiza-se o percurso da economia portuguesa que conduziu ao pedido de assistência financeira de último recurso. Para o efeito, é usado um conjunto de indicadores, remontando à década de 1990, desde a preparação para a UEM, até 2011, ano em que se inicia a implementação do PAEF. Este período envolveu importantes transições no contexto político-económico português, nomeadamente pela formalização da terceira fase da UEM em 1999 e posterior circulação física da moeda única a partir de 2002,

bem como pelo eclodir da CFG em 2007-2008 e subsequente recessão global em 2009. O descritivo histórico de algumas variáveis-chave visa captar a construção dos principais desequilíbrios que vieram a determinar o pedido de assistência externa.

2.1. A Atividade Económica

A evolução da economia portuguesa no período 1990-2011 pode ser dividida em duas fases, cada uma caraterizada por desafios e dinâmicas próprias. Primeiramente, é de destacar o período de preparação para o euro, entre 1990 e 1998, durante o qual foram implementadas políticas de estabilização cambial e macroeconómica, assim como reformas estruturais, visando a convergência face às normas da UE que estabeleciam a adoção do euro.

Embora a concretização da UEM tenha ocorrido apenas no final da década de 1990, a necessidade da sua criação havia já sido reconhecida pelos líderes políticos dos 6 países que, em 1952, fundaram a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA) (Banco Central Europeu, 2009). A integração europeia foi aprofundada nos anos subsequentes e, em 1969, na Cimeira de Haia, os líderes das Comunidades Europeias acordaram formalmente o objetivo de estabelecer a UEM. Ao longo da década de 1970, as tentativas de concretização do processo de integração monetária levadas a cabo, nomeadamente o Plano Werner e a "serpente no túnel", foram fracassadas devido a choques externos (Comissão Europeia, 2019).[1]

Não obstante, os esforços para criar um espaço de estabilidade monetária seriam renovados com a criação do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1979. Baseado em taxas de câmbio estáveis (porém ajustáveis), definidas em função da Unidade de Conta Europeia (*European Currency Unit* - ECU), e controladas através do Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC), o SME revelou-se um sucesso na atenuação da volatilidade das taxas de câmbio, permitindo alcançar a estabilidade monetária no espaço europeu.[2]

[1] O Relatório Werner, acordado na Cimeira de Haia, em 1969, definiu o plano para a constituição da UEM em 3 fases, a concretizarem-se no prazo de 10 anos. Porém, a onda de instabilidade cambial provocada pelo colapso do sistema de Bretton-Woods, levou ao adiamento do projeto. Dois anos mais tarde, na Cimeira de Paris, foi acordada a retoma da integração monetária, com a criação da "serpente no túnel", um mecanismo de flutuação controlada das moedas – "a serpente" – dentro de margens de flutuação estreitas em relação ao dólar americano – "o túnel". Porém, o cenário de instabilidade derivado das crises petrolíferas e o enfraquecimento do dólar, reduziram a "serpente" a uma "zona do marco", constituída pelo Benelux, Alemanha e Dinamarca (Comissão Europeia, 2019).

[2] O SME foi criado pelas Comunidades Europeias com o intuito de colmatar os efeitos nefastos da instabilidade das taxas de câmbio flutuantes sobre o comércio e investimento intracomunitários, bem como para o crescimento económico. Na publicação "The European Monetary System" da Comissão das Comunidades

Posteriormente, a adoção do programa para o Mercado Único Europeu (MUE), em 1985, voltou a destacar a necessidade da criação de uma zona monetária na UE. De facto, os custos de transação associados à conversão de moedas e as incertezas resultantes da volatilidade cambial, mesmo que atenuada pelo MTC, constituíam um entrave relevante ao pleno funcionamento do MUE (Sabol & Loi, 2025). Almejando, mais uma vez, a criação da UEM, em 1989 foi apresentado o Relatório Delors, no qual constava o esboço para a respetiva implementação em 3 fases. Conforme formalizado posteriormente em 1992, no Tratado da União Europeia (TUE), todos os Estados-membros participantes deveriam adotar a moeda única assim que verificassem o cumprimento de um conjunto de critérios de convergência (critérios de Maastricht).[3]

As autoridades portuguesas, visando a entrada na UEM, tiveram de adotar medidas rigorosas para cumprir os critérios de convergência. Um desses critérios exigia a observância, durante pelo menos dois anos, das margens normais de flutuação previstas no MTC do SME. Nesse sentido, o Banco de Portugal (BdP) iniciou, em outubro de 1990, um programa informal de estabilização do escudo português (PTE), substituindo o regime de *crawling peg* seguido desde agosto de 1977. Sob o novo regime de *shadowing*, o PTE passou a estar ancorado ao ECU, o índice ponderado que englobava as principais moedas do MTC (Adão & Pina, 2003). Mais tarde, em abril de 1992, a adesão de Portugal ao SME seria oficializada.

No início de década de 1990, o contexto económico internacional foi marcado por períodos de crise, influenciados por eventos como a crise do Golfo e consequente instabilidade nos preços de petróleo, que afetaram o comércio mundial e as expetativas de investimento (Banco de Portugal, 1991, 1992, 1993). O PTE enfrentou várias crises cambiais, especialmente entre 1992 e 1993, exigindo a intervenção ativa do BdP no mercado cambial para defender a paridade em vigor.[4] Ainda assim, em agosto de 1993, as bandas de flutuação do MTC foram ampliadas, de ±6% para ±15%, proporcionando maior flexibilidade às taxas de câmbio no SME (Banco de Portugal, 1994).

A Figura 2.1 apresenta a taxa de crescimento real do PIB português no período 1990-2011. Constata-se que, nesse período, as taxas de crescimento são tipicamente positivas,

Europeias (1983), é detalhada a história do SME, evidenciando as razões que levaram à sua criação, a sua finalidade e o funcionamento do MTC.

[3] Especificados, atualmente, no art.º 140º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) e no Protocolo sobre os Critérios de Convergência.

[4] O artigo de Adão e Pina (2003), além de detalhar a história da adesão de Portugal ao SME, averigua o sucesso da gestão cambial durante o período em que o PTE esteve no MTC.

apesar de anémicas a partir do início do milénio. As exceções nos anos de 1993, 2003 e 2009, em que se registaram quebras no PIB, enquadram-se no comportamento cíclico da economia, em que se vivenciaram momentos de recessão global. Já a variação negativa do produto verificada em 2011, provém de condicionalidades específicas da economia portuguesa. De facto, nesse ano, a economia europeia encontrava-se em fase de recuperação, enquanto Portugal e alguns outros países da AE enfrentavam situações específicas que prolongaram a duração da recessão económica.

Pormenorizando a análise do período 1990-2011, verifica-se que Portugal inicia a década de 1990 com elevadas taxas de crescimento económico, na ordem dos 6%, abrandando subsequentemente até registar a referida quebra em 1993, resultante da já mencionada recessão global (Banco de Portugal, 1992). Contudo, a partir de 1994, a economia portuguesa começou a recuperar, acompanhando a tendência internacional. Convém destacar que parte considerável do *boom* observado no remanescente da década é alimentado pelos fundos estruturais e transferências de capital da UE, que fomentaram o dinamismo e o desenvolvimento da economia.

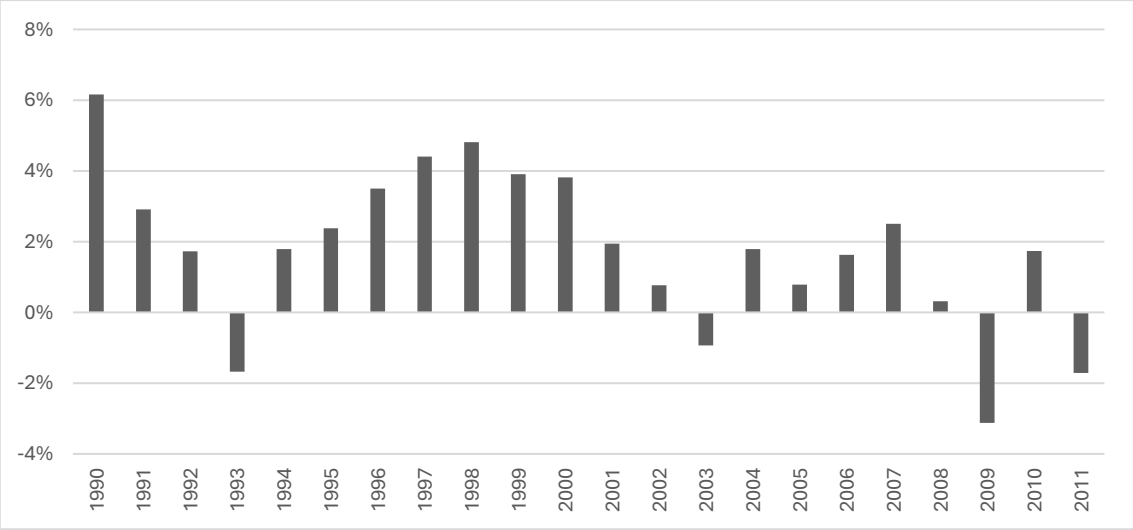


Figura 2.1: Taxa de crescimento real do PIB de Portugal (%), 1990-2011
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

No virar do século, marcado pela adoção do euro em 1999, o panorama alterou-se. Portugal entrou numa nova fase, caraterizada por um ambiente monetário estável e maior integração financeira com a Europa. Contudo, o crescimento económico foi praticamente nulo. Nos primeiros anos da UME, Portugal observou baixas taxas de crescimento do PIB, sucessivamente decrescentes, registando um valor negativo em 2003, em sintonia com uma

recessão global. Embora coincidindo no tempo, não se pode estabelecer uma relação direta entre as baixas taxas de crescimento económico e a participação do país na União Monetária. Relembre-se que, por exemplo, a integração monetária coincide no tempo com a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC), situação que, seguramente, terá tido impacto na economia portuguesa, cuja competitividade internacional (em grande parte assente em baixos preços) foi fortemente sacudida.

Em 2004, a evolução económica internacional foi marcada pela forte expansão do comércio mundial de bens e serviços, pela recuperação dos fluxos de investimento estrangeiro e pelo aumento acentuado dos preços das matérias-primas, especialmente do petróleo. Estes desenvolvimentos refletem não só a recuperação cíclica da economia mundial, mas também o fenómeno estrutural de globalização, evidenciado pela intensa participação das economias asiáticas e dos novos Estados-membros da UE no comércio internacional (Banco de Portugal, 2005).

O alargamento da UE ao centro e leste do continente prejudicou, particularmente, a competitividade externa de Portugal (Felke & Eide, 2014). Condições atrativas, nomeadamente, elevadas taxas de produtividade, maiores níveis educacionais do fator trabalho, e menores custos (relativos) do fator trabalho, levaram à fixação de multinacionais nestes países (Barradas et al., 2018). Ora, apresentando a estrutura produtiva destes países emergentes semelhanças com a economia portuguesa (com indústrias muito intensivas em mão de obra), a sua entrada no bloco europeu aumentou a concorrência na captação e fixação de capital estrangeiro, dadas as suas vantagens competitivas relativas.

Assim, não obstante a recuperação da economia mundial, o crescimento económico português praticamente estagnou até ao eclodir da CFG. A partir de 2008, começam-se a sentir os impactos da crise financeira, atravessando-se uma nova conjuntura de recessão a nível global. O PIB português, cujo crescimento já vinha desacelerando, contraiu severamente em 2009 (acompanhando o ciclo económico global), observando-se o pior registo no período considerado. Em 2010, verificou-se uma ligeira variação positiva do produto, que voltou a contrair em 2011.

A evolução do PIB, agora em níveis (e a preços constantes de 2021) é também apresentada na Figura 2.2. Esta figura evidencia bem a tendência de crescimento ao longo da década de 1990, bem como a tendência de estagnação que se lhe seguiu.

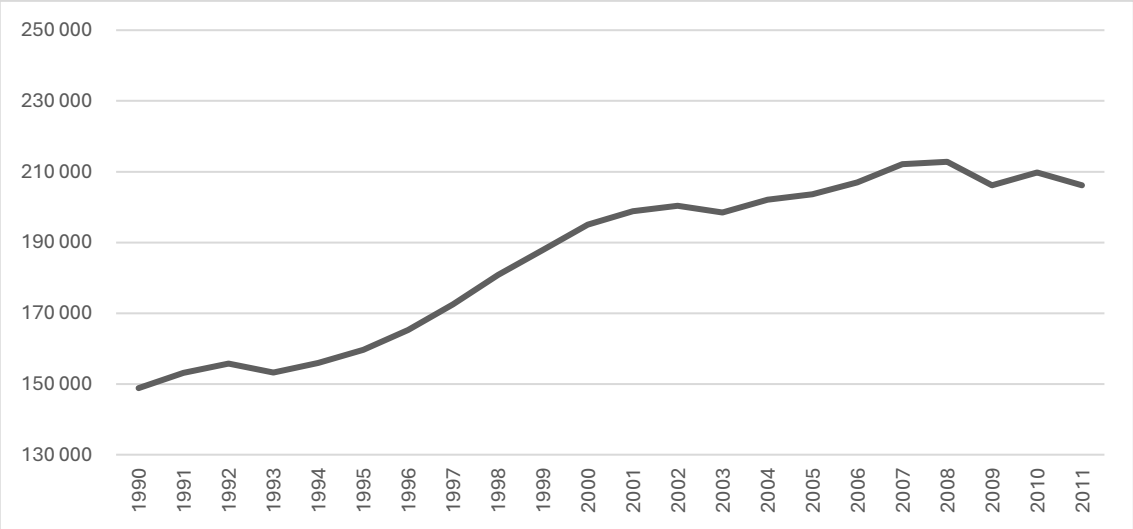


Figura 2.2: PIB de Portugal a preços constantes de 2021 (milhões de euros), 1990-2011
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

O comportamento do PIB no período 1990-2011 traduziu-se na ausência de convergência real da economia portuguesa tal como sublinhado, entre outros, em sucessivos relatórios do BdP. A Figura 2.3 descreve a evolução do PIB *per capita* (PIBpc) de Portugal em relação ao PIBpc médio da UE (medidos em Paridade de Poderes de Compra – PPC), constatando-se que, na década de 1990, ocorrem alguns ganhos, tendo o valor do indicador aumentado 4,3pp entre 1995 e 2000 (passando de 80,9% para 85,2%, respetivamente).

O valor máximo do rácio de convergência no período é observado, precisamente, em 2000, sendo visíveis retrocessos desde então. Em 2011, o PIBpc português em PPC correspondia apenas a 77,1% da média da UE, valor inferior ao de 1995, indicando que, passados 17 anos, a economia portuguesa havia divergido da média da UE, no respeitante a este indicador. O acentuado decréscimo ocorrido entre 2010 e 2011 reflete a situação específica que Portugal então enfrentava (que levou ao pedido de assistência externa nesse mesmo ano), numa altura em que a economia global já se encontrava em recuperação.

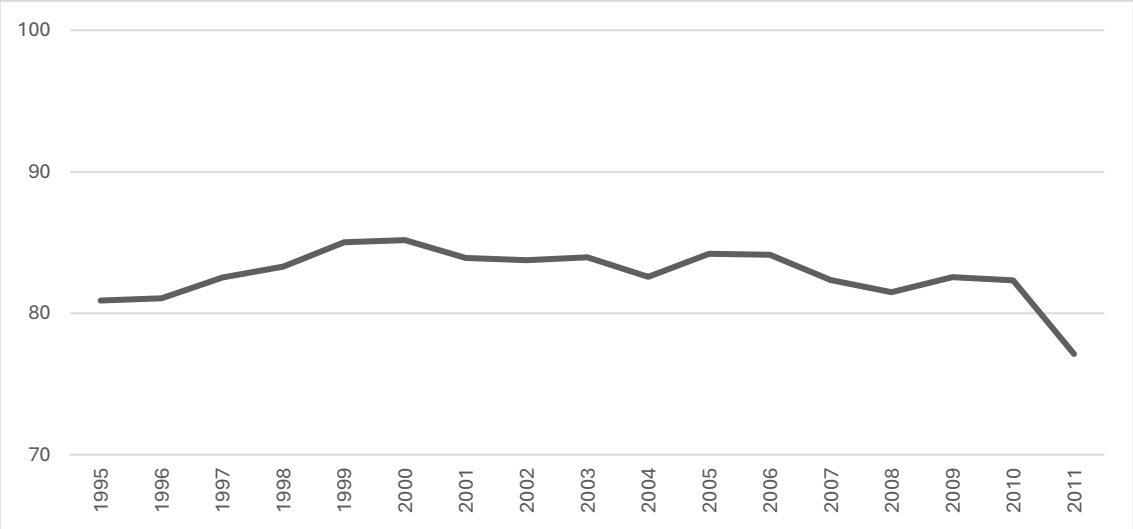


Figura 2.3: PIB *per capita* de Portugal em percentagem do PIB *per capita* médio da UE, em Paridade de Poderes de Compra, 1995-2011
Fonte: AMECO

A Figura 2.4, descreve o comportamento da taxa de desemprego entre 1990 e 2011, revelando que os níveis de desemprego em Portugal se mantiveram relativamente baixos no início do período, destacando-se a tendência decrescente entre meados da década de 1990 até 2001. Neste ano, a percentagem de população ativa portuguesa desempregada encontrava-se no seu mínimo histórico, correspondendo a taxa de desemprego a praticamente metade da taxa média da UE. Destes elevados níveis de emprego, a par do fraco desempenho em termos de crescimento económico e do reduzido PIBpc (em termos relativos), retira-se que os níveis de produtividade do fator trabalho se apresentavam relativamente baixos.

A partir de 2002, passou a observar-se uma tendência ascendente na taxa de desemprego da economia portuguesa, tendo o seu valor ultrapassado a média da UE a partir de meados da década. Embora toda a Europa enfrentasse desafios económicos, ao que tudo indica, Portugal foi particularmente afetado pelos mesmos. O crescimento acentuado da taxa de desemprego a partir de 2008, reflete os efeitos da crise económica global na deterioração das condições do mercado de trabalho português, atingindo-se, em 2009, um valor superior aos 11%, máximo histórico até à data (Banco de Portugal, 2010).

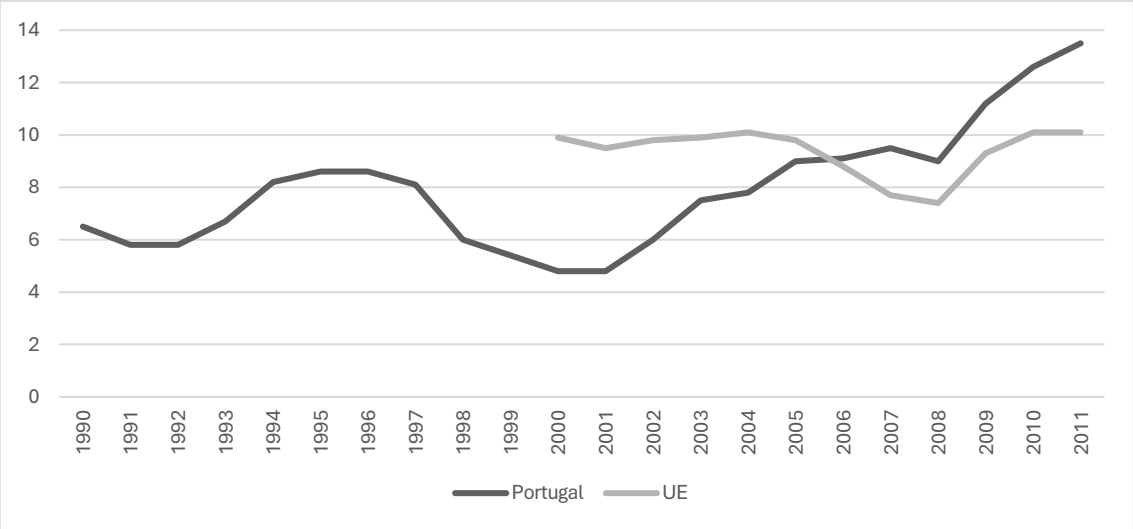


Figura 2.4: Taxa de desemprego (%), 1990-2011
Fonte: AMECO

Não obstante, a taxa de desemprego registada em 2009 acabaria por ser superada nos anos subsequentes. O desemprego português continuou a aumentar, ao contrário do conjunto da UE, refletindo as condicionalidades ao nível financeiro que se intensificaram entre 2010 e 2011 em Portugal (Banco de Portugal, 2011, 2012). À semelhança dos outros indicadores, a taxa de desemprego registou o seu valor mais agravado (quase 14%) em 2011, evidenciando a profundidade e persistência da crise em Portugal, contrastante com a recuperação da economia global.

2.2. As Contas Públicas

No período 1990-2011, as contas públicas de Portugal passaram por diversas fases, refletindo as dinâmicas político-económicas internas e as exigências da integração europeia. Tratando-se de um período em que ocorreram algumas recessões globais (incluindo a maior crise financeira de que há memória), é natural ter-se observado comportamentos conjunturalmente desfavoráveis aos vários indicadores das finanças públicas, reflexo do funcionamento dos estabilizadores automáticos e das respostas discricionárias da política orçamental. Porém, os desequilíbrios crónicos das contas públicas portuguesas revelam, de algum modo, a indisciplina orçamental tendencialmente observada em Portugal.

No período, Portugal apresentou sistemáticos défices orçamentais, tal como ilustra a Figura 2.5. Este desequilíbrio crónico alimentou a dívida pública que, em plena recessão global, disparou para valores máximos históricos.

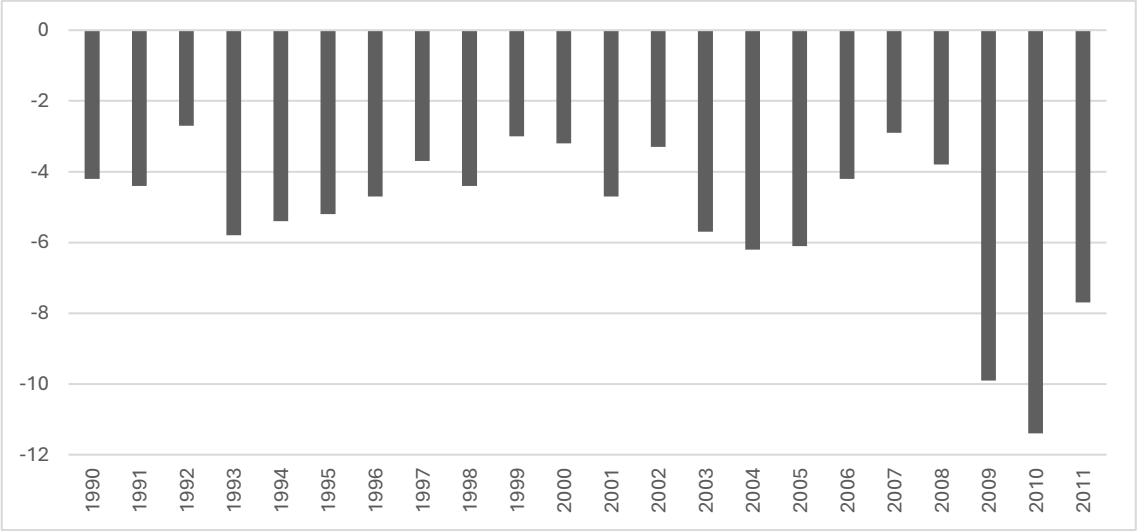


Figura 2.5: Saldo orçamental de Portugal (% PIB), 1990-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Retrocedendo ao início da década de 1990, entre 1990 e 1993 apenas se registou uma redução do défice orçamental no ano de 1992, marcado pela alteração das taxas do IVA, a qual gerou um acréscimo considerável nas receitas fiscais (Braz et al., 2009). Por sua vez, em 1993, registou-se o défice orçamental mais acentuado, em parte devido à recessão global, embora o agravamento do saldo orçamental em Portugal tenha sido superior à média comunitária (Banco de Portugal, 1994). No remanescente da década, a tendência foi de redução do défice, em grande medida com o objetivo de cumprir o requisito do TUE que estabelece o cumprimento de um conjunto de requisitos para a entrada na UME, entre os quais o défice orçamental não poder exceder 3% do PIB. Esta evolução deveu-se essencialmente à queda sustentada na despesa com juros, reforçada por medidas de contenção orçamental discricionárias numa primeira fase e, posteriormente, pelo contexto de crescimento económico favorável (Braz et al., 2009). Ainda que o caráter da política orçamental em 1998 e 1999 tenha sido desajustadamente procíclico (Banco de Portugal, 2001), o critério orçamental para a adesão ao euro foi cumprido. [5]

Nos primeiros anos do século XXI, iniciada a terceira fase da UEM e finda a soberania sobre a política monetária, a postura dos governos portugueses vigentes parece ter-se

[5] Na Figura 2.5 observam-se bastantes anos em que o défice orçamental em percentagem do PIB é superior ao referencial de 3% adotado pela UE – incluindo o ano de 1997, cujo valor foi na altura usado para verificar o cumprimento dos critérios de convergência. Os dados constantes na Figura 2.5 correspondem a estatísticas revistas e não aos dados originalmente conhecidos. Por tal motivo (i) foi considerado que Portugal cumpriu o critério respeitante ao saldo orçamental para poder entrar na União Monetária em 1999; e (ii) após 1999, "apenas" em três ocasiões, Portugal foi declarado como tendo caído numa situação de "défice excessivo".

alterado. Os esforços de consolidação que marcaram a década de 1990 foram substituídos pela menor disciplina orçamental, traduzida no aumento substancial das despesas públicas e desaceleração das receitas fiscais (Banco de Portugal, 2001 e 2002). O país viu assim o seu défice orçamental aumentar novamente, especialmente à medida que o crescimento económico começava a desacelerar. Portugal acabaria por cair em Situação de Défice Excessivo, tal como estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC),[6] em 2002, em 2005 e em 2009 (Comissão Europeia, n.d).

A recessão económica que se seguiu à CFG de 2008 exacerbou os desequilíbrios orçamentais, em resultado da diminuição drástica das receitas fiscais e do maior esforço das despesas governamentais sob a forma de estímulos, originando a terceira situação de Défice Excessivo, face às regras do PEC. Entre 2009 e 2011, com o défice orçamental a alcançar valores insustentáveis sucessivamente, o Estado português deixou de conseguir financiar-se nos mercados e foi forçado a pedir assistência financeira internacional.

Na Figura 2.6, é apresentada a evolução do rácio da dívida pública em percentagem do PIB. Este indicador é outro dos critérios de adesão à UEM, devendo os Estados-membros não exceder o valor de 60% ou, caso tal não se verifique, devendo estar a convergir para esse valor de referência. Ao longo da década de 1990, o cumprimento da regra europeia foi sendo observado. Tal como é referido nos Relatórios Anuais do BdP daquela época, a amortização da dívida através de receitas provenientes dos processos de privatização foi um dos principais motivos para a estabilização da dívida pública em percentagem do PIB.[7]

[6] Introduzido como parte da terceira fase da UEM pela Resolução do Conselho Europeu de Amesterdão de 17 de junho de 1997, o PEC foi concebido para garantir o prosseguimento da disciplina orçamental dos países integrantes da UE (conforme disposto nos critérios de Maastricht) após a introdução da moeda única. Por um lado, o PEC tem uma vertente preventiva, reforçando a supervisão das situações orçamentais e a supervisão e coordenação das políticas económicas através dos Programas de Estabilidade e Convergência, e por outro, uma vertente corretiva, através da aplicação do Procedimento relativo aos Défices Excessivos (União Europeia, n.d.).

[7] O artigo de Nunes e Montanheiro (1997) fornece uma análise detalhada dos efeitos das privatizações em Portugal, incluindo a redução do papel do Estado na economia e os impactos financeiros como a diminuição da dívida pública e o aumento da eficiência económica.

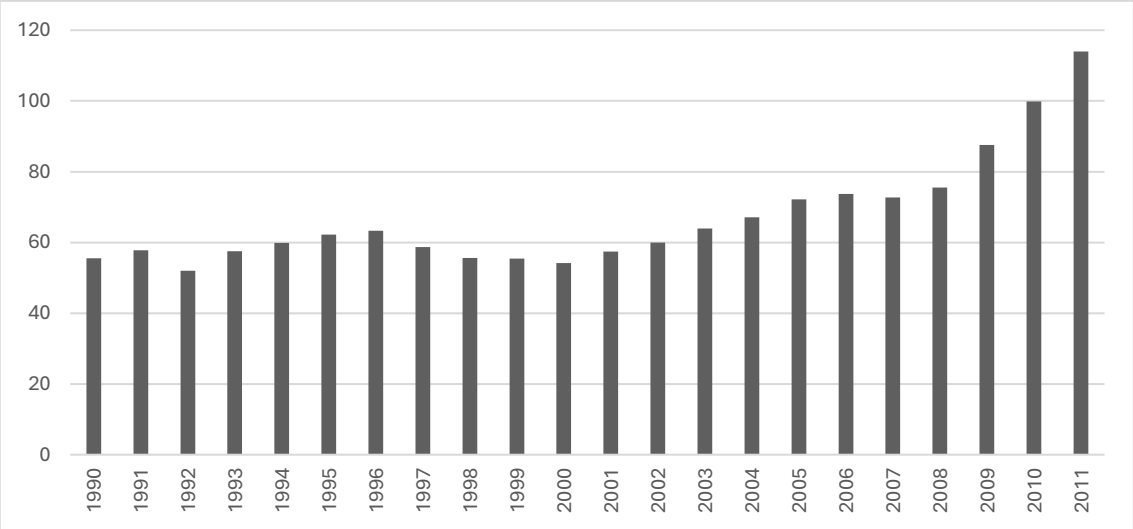


Figura 2.6: Dívida pública de Portugal (% PIB), 1990-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Apesar do relaxamento orçamental observado desde a entrada em vigor do euro, nos primeiros anos da UEM o rácio da dívida pública não aumentou de forma substancial, fruto, em parte, de receitas de privatizações realizadas no período. Porém, o rácio manteve-se sistematicamente acima do valor de referência de 60%. Aliada à incapacidade de gerar excedentes orçamentais, a dívida pública começou a ser vista como uma vulnerabilidade para a economia portuguesa, especialmente quando comparada com outros membros da Zona Euro.

A crise económica e financeira no final do período em análise teve um impacto profundo na evolução da dívida pública portuguesa. As necessidades de financiamento do setor público aumentaram drasticamente devido às medidas de estímulo orçamental e ao aumento das despesas sociais para combater os efeitos da recessão. Simultaneamente, o PIB contraiu, resultando num aumento rápido e significativo do rácio da dívida pública. Este indicador atingiria níveis críticos a partir de 2009, aproximando-se de 120% em 2011, o que acabou por contribuir para a perda de acesso aos mercados de dívida por parte do Estado português.

Na Figura 2.7 apresenta-se a evolução das taxas de juro da dívida pública portuguesa a 10 anos, no mercado secundário. Estas taxas refletem, por um lado, a evolução da política monetária e, por outro, o prémio de risco atribuído pelo mercado, sendo este função da confiança dos investidores em relação à capacidade do governo honrar os seus compromissos. Para efeitos comparativos, a Figura 2.7 apresenta também, para o mesmo

período, as correspondentes taxas da dívida pública alemã, a quais são tipicamente vistas como um ativo financeiro *risk free*. Como se pode constatar na figura, ao longo da década de 1990, os valores das taxas de juro da dívida pública portuguesa situaram-se em níveis tipicamente superiores aos das correspondentes taxas alemãs. Em grande medida, o diferencial era explicado pela expetativa de desvalorização do escudo relativamente ao marco alemão, o que, por sua vez, estava associado aos diferenciais de inflação entre os dois países. Contudo, quando se começou a tornar claro que Portugal seria um dos países fundadores do euro, a taxa de juro de Portugal convergiu significativamente para valores próximos da taxa alemã, refletindo o dissipar das expetativas de desvalorização e a previsível "fusão" do escudo numa moeda comum.

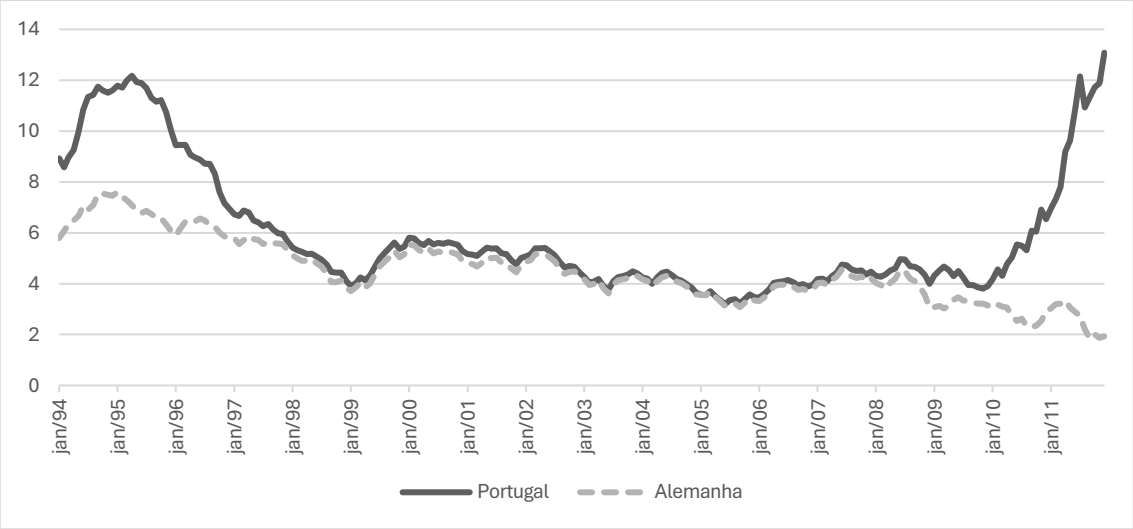


Figura 2.7: Taxas de juro da dívida pública a 10 anos (%), 1994-2011
Fonte: ECB Data Portal - Banco Central Europeu

Desde o final da década de 1990 e durante grande parte da primeira década do novo século, as taxas de juro da dívida pública portuguesa tornaram-se bastante semelhantes às taxas de juro da dívida pública alemã. Esta proximidade de valores sugere que os mercados consideravam as dívidas soberanas dos dois países de qualidade semelhante, não percecionando qualquer risco de incumprimento por parte do Estado português. Neste ambiente de confiança e poucas restrições ao financiamento, o governo português continuou a incorrer em sucessivos défices durante os primeiros anos da UEM, alimentando o stock crescente de dívida pública. Portugal beneficiou assim de taxas de juro baixas que facilitaram, durante bastante tempo, o cumprimento do serviço da dívida. Porém, com o irromper da CFG, o panorama alterou-se. A deterioração das condições de mercado, caraterizada pela

maior aversão ao risco por parte dos investidores e pela redução da liquidez global, teve um efeito direto nas taxas de juro da dívida pública portuguesa. Estas taxas escalaram a ritmos galopantes, assim como o respetivo *spread* face às taxas de juro da dívida alemã, indicando um prémio de risco crescente exigido pelos investidores para deter títulos portugueses. Este aumento das taxas de juro acentuou os desafios orçamentais de Portugal, exacerbando o problema de financiamento do Estado português.

Conforme acima referido, as taxas de juro alemãs são tidas como referência na AE, pois o seu comportamento tendencial acompanha, de forma próxima, a política monetária do BCE, conforme se pode constatar na Figura 2.8. Visando o objetivo primordial de estabilidade de preços, são notáveis alguns ajustes nas principais taxas diretoras do BCE, durante a primeira década do século XXI. É de notar também a forte queda das taxas a partir de finais de 2008, quando o BCE, no contexto de recessão e de níveis de inflação bastante baixos, se viu obrigado a aliviar a política monetária de modo a aumentar a liquidez na economia e evitar o risco de deflação.

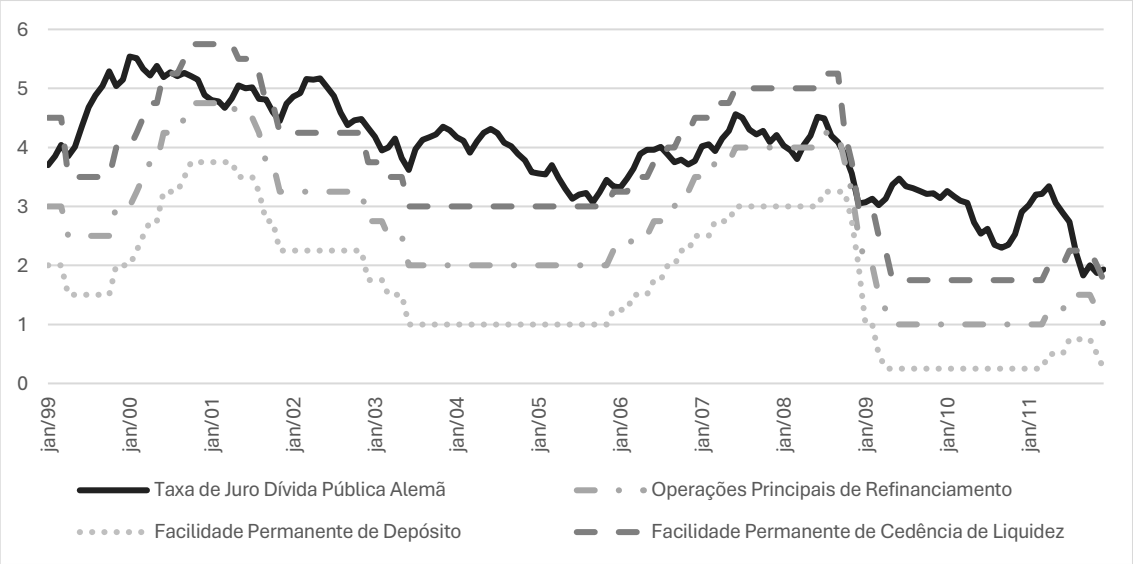


Figura 2.8: Taxas de juro diretoras do Euro vs. taxa de juro da dívida pública a 10 anos da Alemanha (%), 1999-2011

Fonte: ECB Data Portal - Banco Central Europeu

2.3. As Contas Externas

O desequilíbrio das contas públicas que acabou de ser descrito, não foi o único desequilíbrio registado no período em análise. Também o setor privado aumentou

avultadamente os seus passivos, sendo que o conjunto da economia portuguesa "viveu acima das suas capacidades". Como adiante se verá, os défices persistentes ao nível da balança corrente conduziram a necessidades de financiamento externo ano após ano, o que continuamente agravou o endividamento externo e a PLII.

Na Figura 2.9., onde são apresentados os saldos da balança corrente e da balança de capital, em percentagem do PIB, pode-se verificar que a economia portuguesa apresentou sistematicamente necessidades de financiamento ao longo de todo o período. Embora o saldo da balança de capital tenha sido sistematicamente positivo (devido, no essencial, às transferências de capital da UE), este nunca foi suficiente para cobrir os défices da balança corrente.

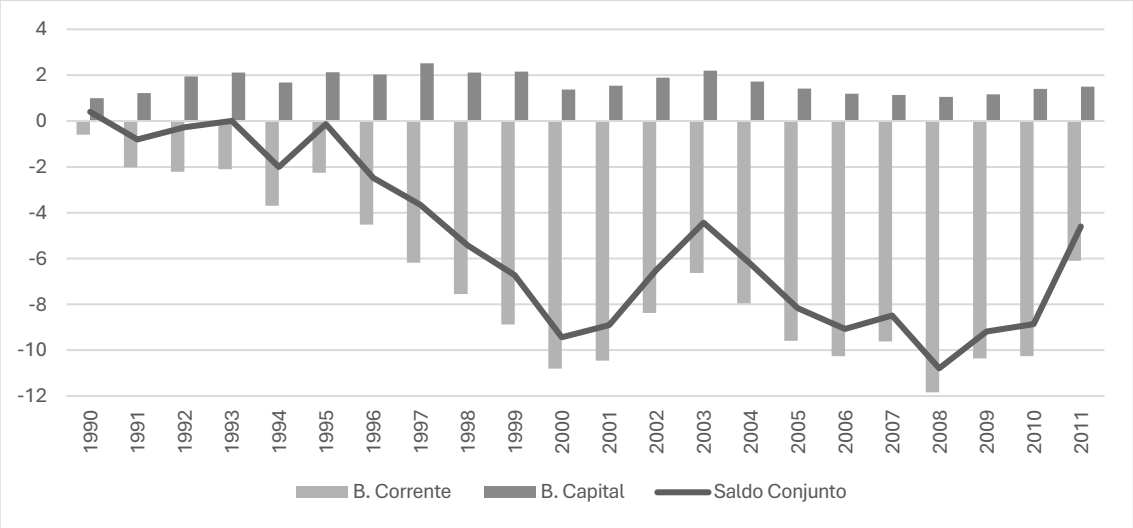


Figura 2.9: Saldos das balanças corrente e de capital de Portugal (% PIB), 1990-2011
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Na primeira metade da década de 1990, Portugal apresentou saldos líquidos anuais agregados das balanças corrente e de capital que, apesar de negativos, se mantiveram próximos do equilíbrio. Porém, com o aumento das importações impulsionadas pela redução das taxas de juro na convergência para o euro (Baer et al., 2013; Blanchard, 2007), o saldo da balança corrente deteriorou-se progressivamente até 2000. Nesse ano, as necessidades de financiamento da economia atingiam um valor próximo de 10% do PIB. Embora registando algumas flutuações, em geral, no novo milénio os défices da balança corrente mantiveram-se em níveis relativamente elevados, o que alimentou a necessidade de financiamento da economia portuguesa até ao eclodir da CFG.

O défice descrito da balança corrente de Portugal reflete, em grande medida, a falta de competitividade da economia portuguesa, a qual é traduzida numa capacidade exportadora bastante modesta. Esta realidade está ilustrada na Figura 2.10., onde consta a evolução do peso das exportações sobre o PIB. Este indicador manteve-se relativamente estável e baixo durante o período em análise. Para efeitos comparativos, a Figura apresenta dados para outras economias europeias de dimensão semelhante à portuguesa. Por comparação com Portugal, é notável o maior grau de abertura dos Países Baixos e da Bélgica. Já a Grécia foi apresentando um grau de abertura sistematicamente inferior ao da economia portuguesa.

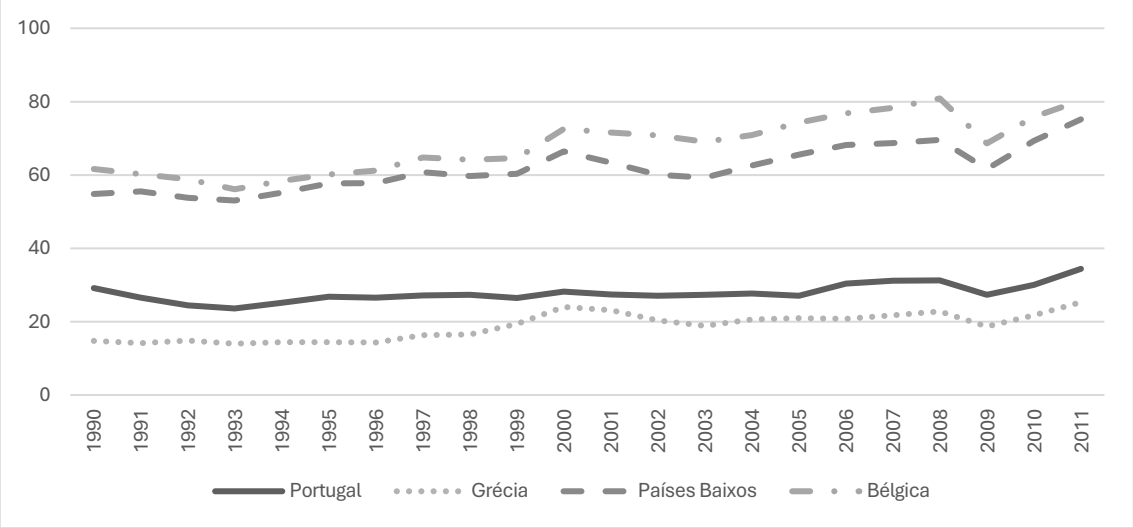


Figura 2.10: Exportações de bens e serviços (% PIB), 1990-2011
Fonte: World Bank, OCDE

Como consequência das crónicas necessidades de financiamento, o stock da dívida externa portuguesa agravou-se continuamente ao longo do tempo. Na Figura 2.11., onde são apresentados os valores da dívida externa líquida em percentagem do PIB, é evidente o agravamento do indicador entre 1999 e 2011. Em 1999, a dívida externa portuguesa não chegava a 20% do PIB, sendo que, apenas três anos depois, já representava cerca de 40% do PIB, refletindo os défices correntes registados nesse espaço de tempo. Até 2004 o rácio permaneceu relativamente estável, mas, a partir de 2005, regista-se um aumento contínuo sem precedentes.

No contexto de recessão económica global, em 2009 a dívida externa líquida ascendia a cerca de 84% do PIB. Este crescimento reflete a necessidade de financiar os défices correntes num período de instabilidade económica e financeira, onde as receitas de exportações (cuja representatividade já era pouco significativa em situações de normalidade)

se reduziram e o serviço da dívida consumia uma porção cada vez maior dos recursos nacionais.

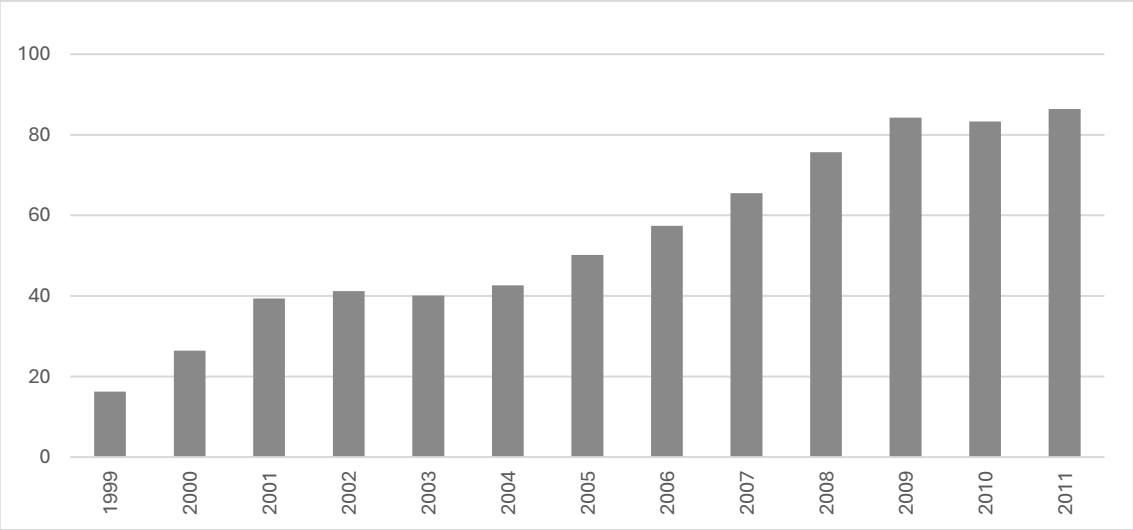


Figura 2.11: Dívida externa líquida de Portugal (% PIB), 1999-2011[8]

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

As crónicas necessidades de financiamento da economia portuguesa, para além de serem visíveis na evolução da dívida externa, são obviamente visíveis (por ser um indicador mais abrangente) na evolução da PLII (Figura 2.12).

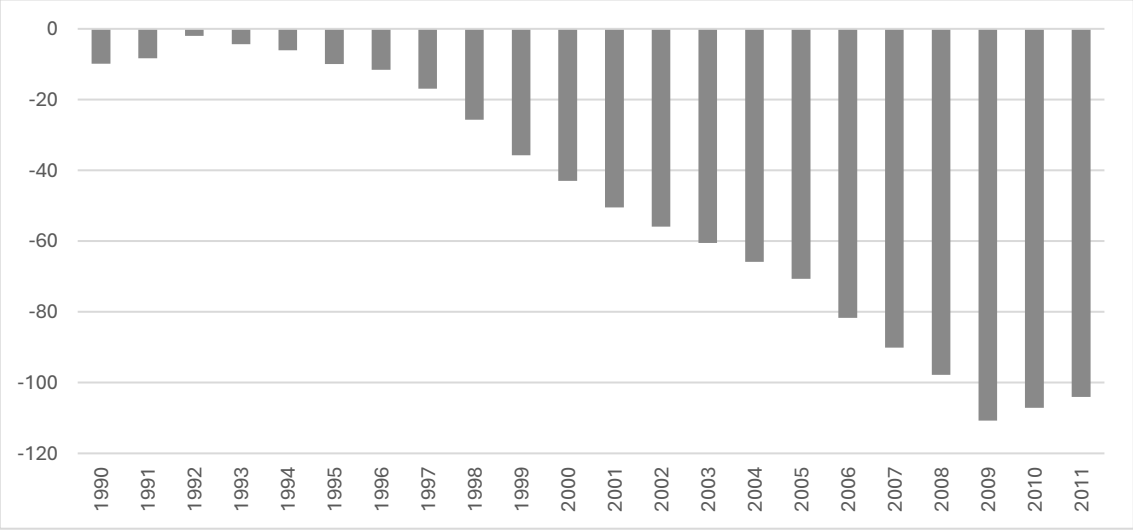


Figura 2.12: Posição líquida de investimento internacional de Portugal (% PIB), 1990-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

[8] Na base de dados do BPStat, a série da Dívida Externa Líquida apresenta dados apenas a partir de 1999. Daí o período descrito na Figura 2.11 ser 1999-2011.

Em 1990, Portugal tinha uma PLII marginalmente negativa (-10% do PIB). A partir da segunda metade da década de 1990, pelas razões já expostas, a PLII piorou sistematicamente, tendo atingido um pico de 111% do PIB em 2009, alinhado com a evolução da dívida externa. Esta evolução reflete o aumento dos investimentos estrangeiros em Portugal, figurados na sua maioria em dívida externa, ao invés de investimentos produtivos, como a estagnação económica e os persistentes défices correntes observados no período sugerem.

2.4. A Liquidez da Economia

As fragilidades económicas e financeiras da economia portuguesa, descritas ao longo deste capítulo, culminaram numa forte restrição de liquidez, não só do Estado, mas também diretamente visível no setor bancário.

Como se pode ver na Figura 2.13, o crédito do sistema bancário ao setor não monetário cresceu avultadamente desde o começo da terceira fase da UEM até ao eclodir da CFG. Tanto o setor dos particulares como o das empresas não financeiras, beneficiaram das menores restrições aos fluxos de capitais e de menores taxas de juro, com a consequente facilidade de acesso a capitais alheios por via da participação portuguesa na união monetária. Na prática, estes fluxos foram canalizados pelo setor bancário que passou a integrar um mercado monetário único.

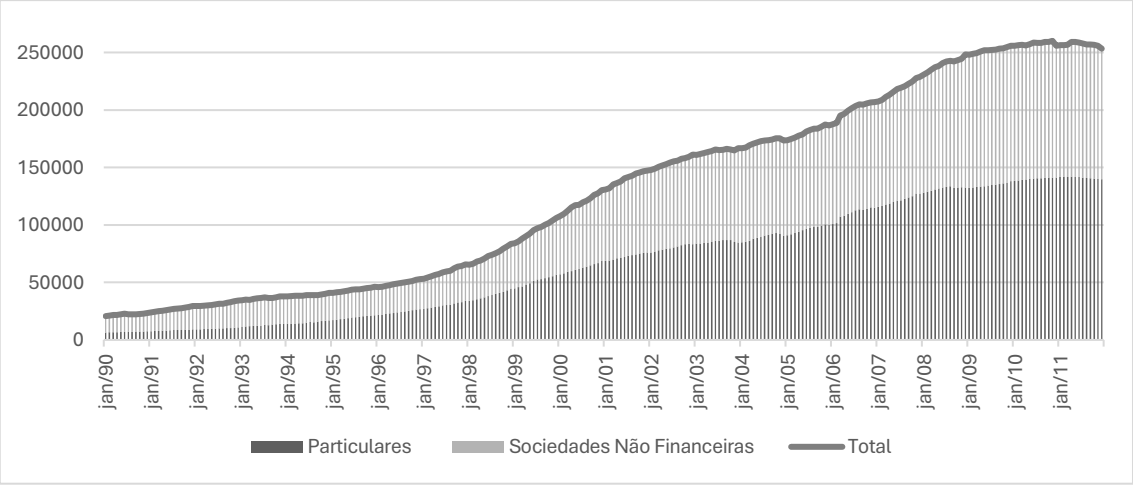


Figura 2.13: Crédito concedido pelo sistema bancário português ao setor não monetário (milhões de euros), 1990-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

A década de 1990, marcada pela reprivatização da banca e desregulamentação generalizada das atividades financeiras em Portugal, gerou um aumento acentuado do endividamento público e privado, aumentando o grau de dependência da economia relativamente aos bancos. Pode-se dizer assim que a integração monetária a nível europeu gerou um processo de financeirização da economia portuguesa, tal como apontado por Barradas et al. (2018).[9]

A evolução do crédito concedido pelo setor bancário português resultou, naturalmente, no aumento substancial e contínuo da dimensão do Ativo dos bancos portugueses, conforme ilustrado na Figura 2.14.

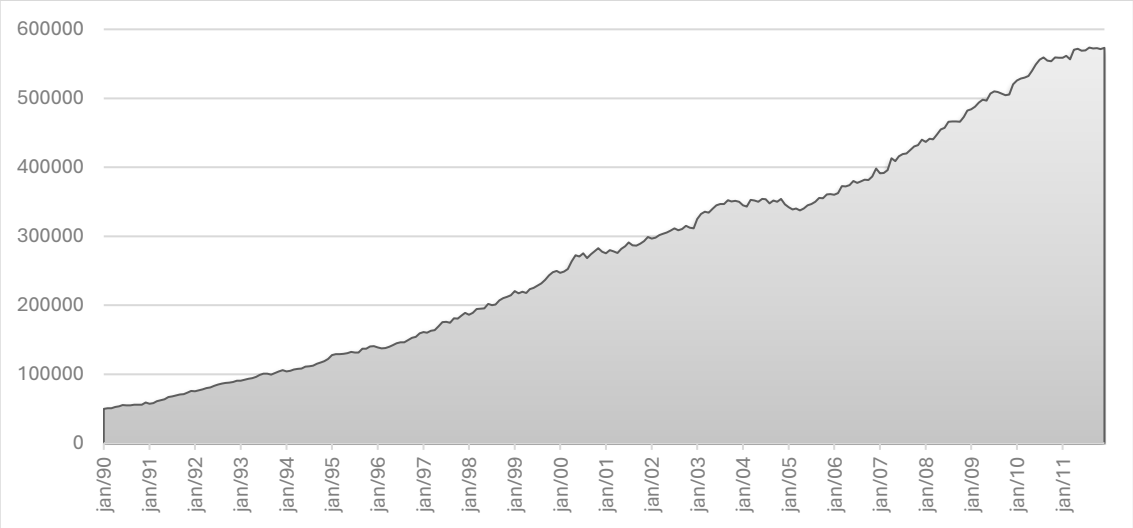


Figura 2.14: Dimensão do Ativo do sistema bancário português (milhões de euros), 1990-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Contudo, o volume de depósitos captados pelo sistema bancário português ao longo do período, conforme apresentado na Figura 2.15., não acompanhou o crescimento do crédito concedido. Esta evolução díspar entre depósitos e empréstimos reflete, desde logo, a diminuição da poupança interna, fruto das expetativas demasiado otimistas dos agentes económicos aquando da integração monetária (Blanchard, 2007), refletindo também uma alteração da dinâmica de funcionamento dos bancos portugueses. Tendo em conta a função tradicional de intermediação financeira dos bancos (centrada na recolha de depósitos –

[9] Barradas et al. (2018) contam a história de como se sucedeu o processo de financeirização em Portugal, isto é, de como a generalidade dos setores da economia se tornaram mais dependentes dos bancos enquanto fonte de financiamento para a sua atividade.

passivos – para financiar empréstimos – ativos), a desproporcionada evolução destas rubricas do balanço mostra que os bancos portugueses garantiram o financiamento da economia através do livre acesso ao crédito no mercado interbancário da AE.

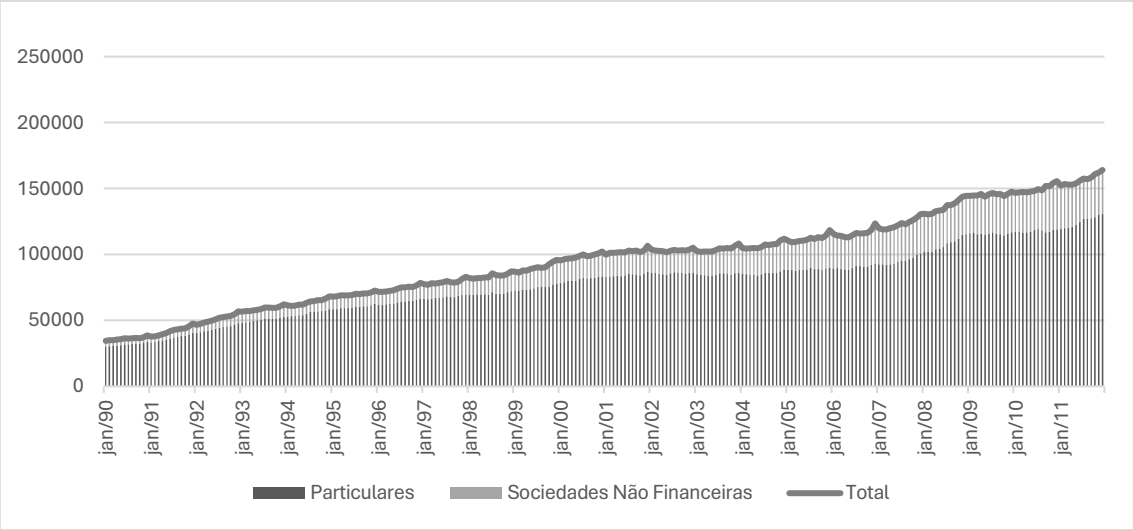


Figura 2.15: Depósitos do setor não monetário junto do sistema bancário português (milhões de euros), 1990-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

A evolução das taxas de juro de retalho ajuda explicar o comportamento do crédito e dos depósitos. A Figura 2.16 apresenta a evolução das taxas de juro médias de novas operações (crédito e depósitos até 1 ano) de sociedades não financeiras junto do setor bancário português, para o período compreendido entre 1990 e 2011. É notável a queda acentuada das taxas de juro desde 1992, resultante do processo de convergência nominal, formalmente iniciado com a adesão do escudo ao MTC do SME, um regime de estabilidade cambial que contribuiu para o processo de desinflação da economia portuguesa, preparando-a, dessa forma, para a futura adesão à União Monetária, o que foi acompanhado pelo processo de privatização e liberalização do setor bancário, e pela introdução da livre circulação de capitais (Barradas et al., 2018). Naturalmente, o decréscimo do nível das taxas de juro aliado às expetativas de convergência suprarreferidas, incentivaram o endividamento dos agentes económicos, ao mesmo tempo que desincentivaram a constituição de poupança.

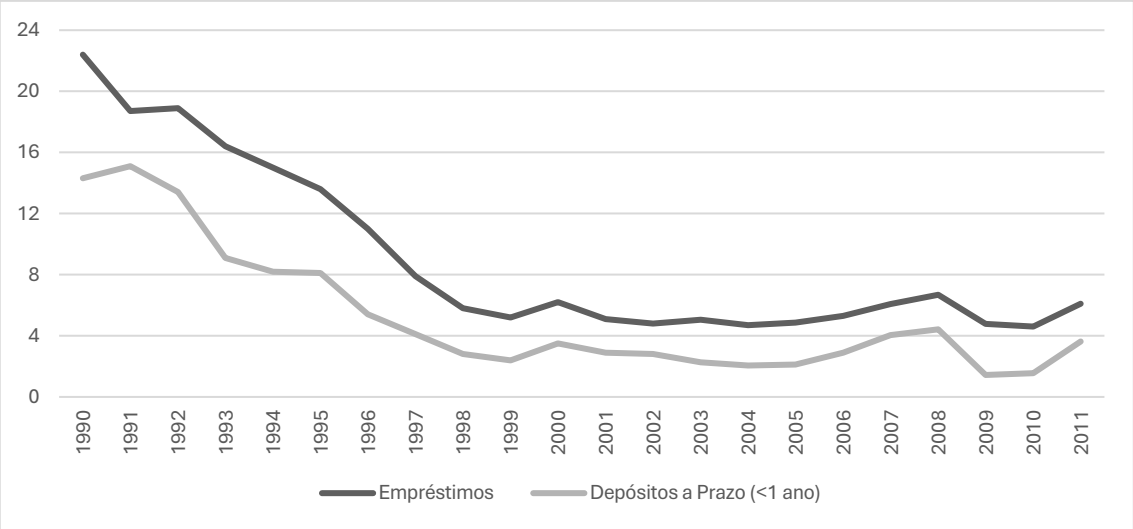


Figura 2.16: Taxas de juro das novas operações de sociedades não financeiras junto do setor bancário português (%), 1990-2011 [10]

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Tomando como referência a evolução das taxas de juro diretoras do euro (Figura 2.8.), nota-se que a tendência de evolução das taxas de juro de retalho portuguesas acompanhou, de forma próxima, a política monetária do BCE entre 1999 e 2009. Porém, esta correlação perdeu-se na sequência da crise, observando-se que as taxas de juro diretoras do euro se encontravam em baixa, enquanto as do retalho em Portugal registaram um agravamento, refletindo a crise de liquidez por que passou a economia portuguesa. As restrições ao financiamento enfrentadas pelas instituições bancárias portuguesas junto de outros bancos da AE levaram ao aumento da concorrência na captação de depósitos, traduzindo-se na subida das remunerações dos mesmos. A falta de liquidez e o aumento das taxas de juro de depósitos, naturalmente, pressionou a subida das taxas de juro na concessão de crédito, o que, por sua vez, teve impacto negativo no crédito concedido (Figura 2.13).

O agravamento das condições financeiras da economia portuguesa está também refletido na Figura 2.17. Nela é apresentada a evolução do diferencial das taxas de juro de retalho praticadas em Portugal, relativamente às praticadas no resto da AE. Pode-se observar na Figura que, a partir de meados de 2008, começa a notar-se um crescente aumento do

[10] Ao contrário das taxas de juro para o período 1990-2002, cujos valores correspondem a valores históricos das taxas anuais (podem ser consultadas em: https://bpstat.bportugal.pt/serie/12646051 - depósitos; e, https://bpstat.bportugal.pt/serie/12646045 – empréstimos), os valores das taxas de juro para o período 2003-2011 correspondem à média anual das taxas de juro mensais verificadas entre 2003 e 2011 (em: https://bpstat.bportugal.pt/serie/12519806 - depósitos; e, https://bpstat.bportugal.pt/serie/12533748 - empréstimos).

diferencial nas taxas de juro de crédito, o mesmo se observando no caso dos depósitos, a partir de meados de 2010. O incremento da diferença entre as taxas de juro praticadas pelos bancos portugueses evidencia a crise de liquidez específica a Portugal.

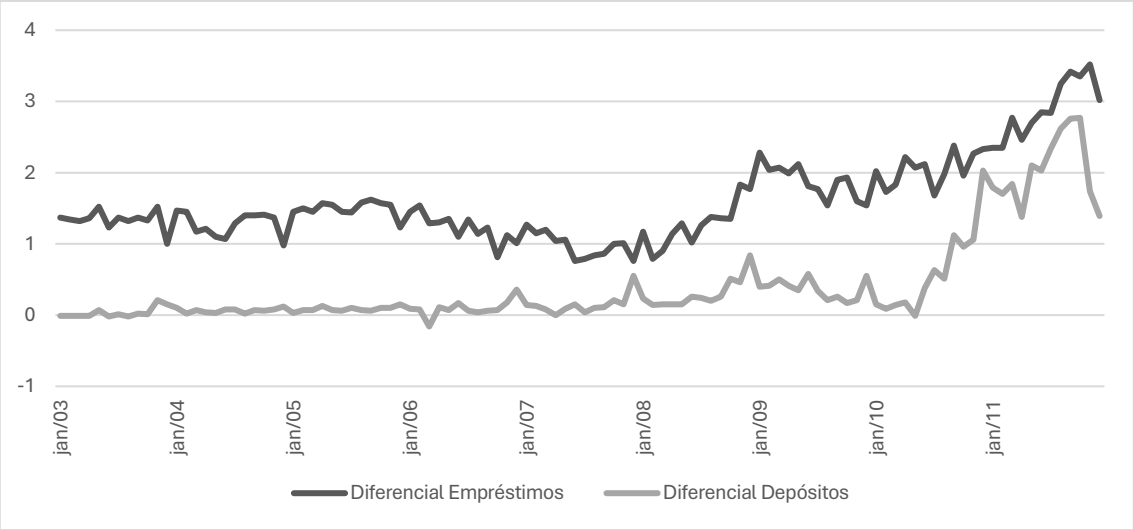


Figura 2.17: Diferencial das taxas de juro de novas operações de sociedades não financeiras praticadas pelo sistema bancário português face à média da AE (%), 2003-2011[11]
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Também a evolução do crédito obtido pelos bancos portugueses junto do BdP (originalmente como autoridade monetária responsável pela emissão de escudos e, a partir de 1999, como membro do *Eurosistema*) apresentada na Figura 2.18., reflete o problema de liquidez que tem vindo a ser referido. Focando no período do euro, entre 1999 e 2009, os bancos portugueses pouco recorreram àquele tipo de financiamento, sendo as suas necessidades supridas, essencialmente, por outros bancos da AE a um custo relativamente baixo. Porém, como se pode observar através do aumento exponencial no final da década, os bancos portugueses viram-se obrigados a recorrer massivamente ao *Eurosistema* para obter liquidez, dada a inacessibilidade aos mercados interbancários e de dívida.

[11] O período apresentado na Figura 2.17 começa em 2003, pois o BdP publica estas séries com dados apenas a partir desse ano.

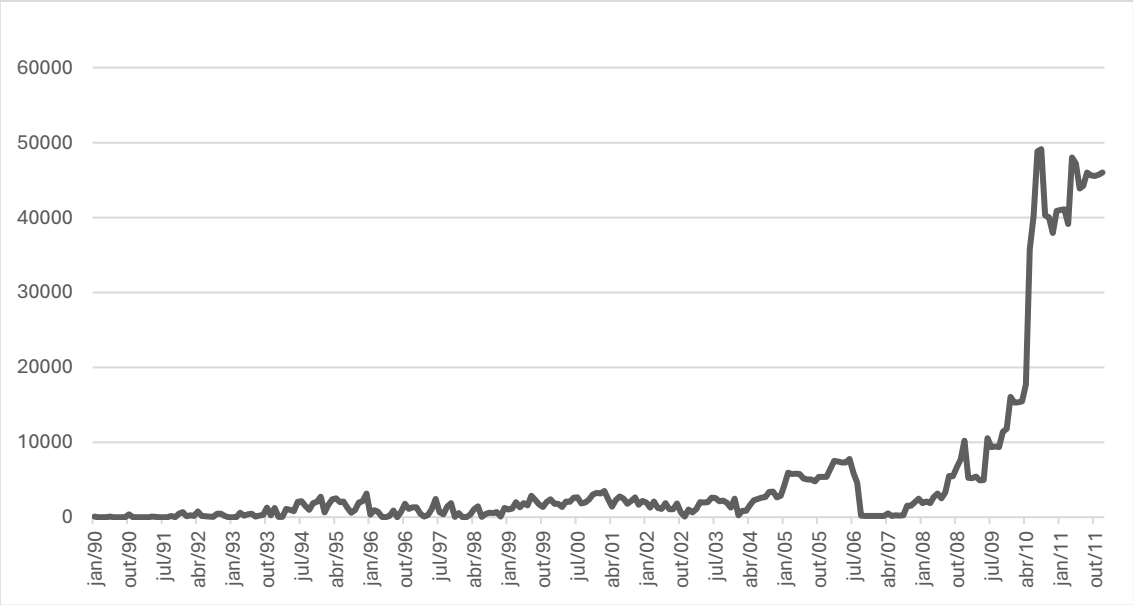


Figura 2.18: Stock de crédito obtido pelos bancos portugueses junto do Banco de Portugal (milhões de euros), 1990-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Os comportamentos de alguns indicadores contabilísticos dos bancos no período ajudam a explicar o problema de liquidez enfrentado pelo setor. Na Figura 2.19., apresenta-se a evolução dos Resultados Líquidos e das Perdas por Imparidades de Crédito entre 1990 e 2011. Como se pode ver, observou-se uma evolução bastante positiva (embora com uma ligeira quebra nos inícios da década de 2000, fruto do ciclo económico) nos Resultados Líquidos dos bancos portugueses a partir de meados da década de 1990 até 2007, ano em que surge a crise do *suprime* nos EUA. Já no contexto da CFG, constatou-se uma clara redução dos resultados em 2008, influenciada significativamente pelo aumento substancial das perdas por imparidades de crédito. De facto, a partir de 2008 os bancos portugueses começam a registar volumes de imparidades de crédito crescentes e anormalmente elevados, refletindo a incapacidade dos seus clientes em suportar os encargos da dívida em plena recessão global e num contexto de restrição de liquidez. A crise financeira e a crise económica que se lhe seguiu expuseram a qualidade do crédito concedido nos anos anteriores, período em que o acesso a financiamento bancário foi muito facilitado.

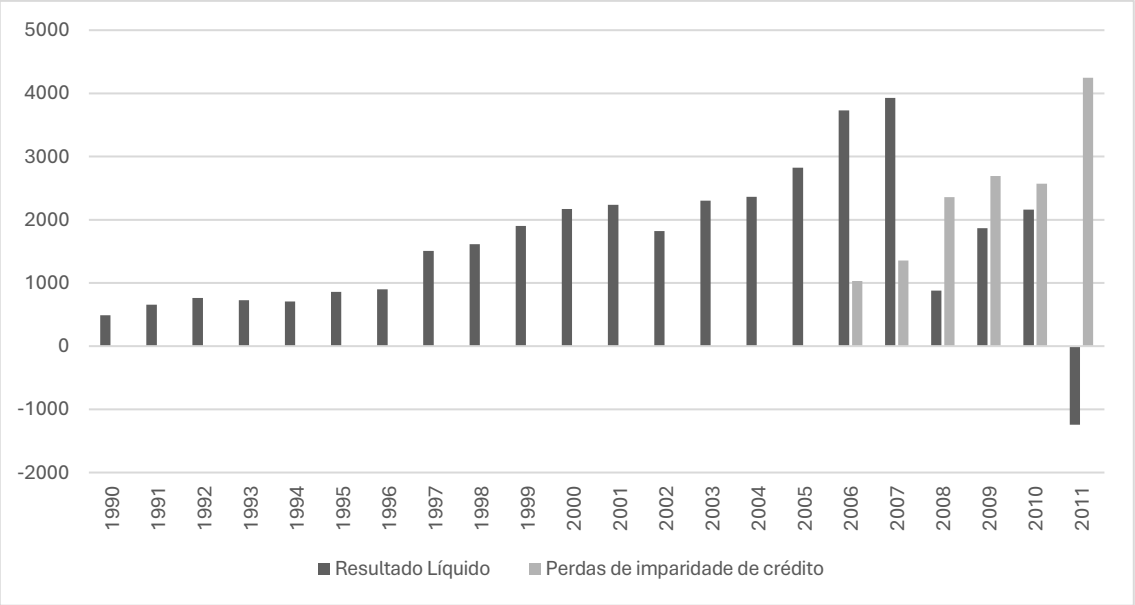


Figura 2.19: Resultados líquidos e perdas por imparidades de crédito do sistema bancário português (milhões de euros), 1990-2011[12]

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Estando diretamente relacionado com o registo de imparidades, é de especial relevância observar o comportamento do rácio de empréstimos vencidos, cuja evolução mensal, entre 1998 e 2011, é apresentada na Figura 2.20. À semelhança das perdas por imparidades de crédito, registou-se o aumento dos empréstimos vencidos a partir de 2008, destacando-se o maior agravamento do mesmo no decorrer de 2009, continuado nos anos subsequentes à medida que a recessão e a restrição de liquidez se intensificaram.

[12] Os dados para as imparidades dos bancos portugueses disponíveis na base de dados do BdP, estão disponíveis apenas a partir de 2006, devido a alterações metodológicas nas normas contabilísticas ao longo do período (Esteves et al., 2019, p. 63-64). De qualquer modo, esta falha de informação não afeta a análise pretendida.

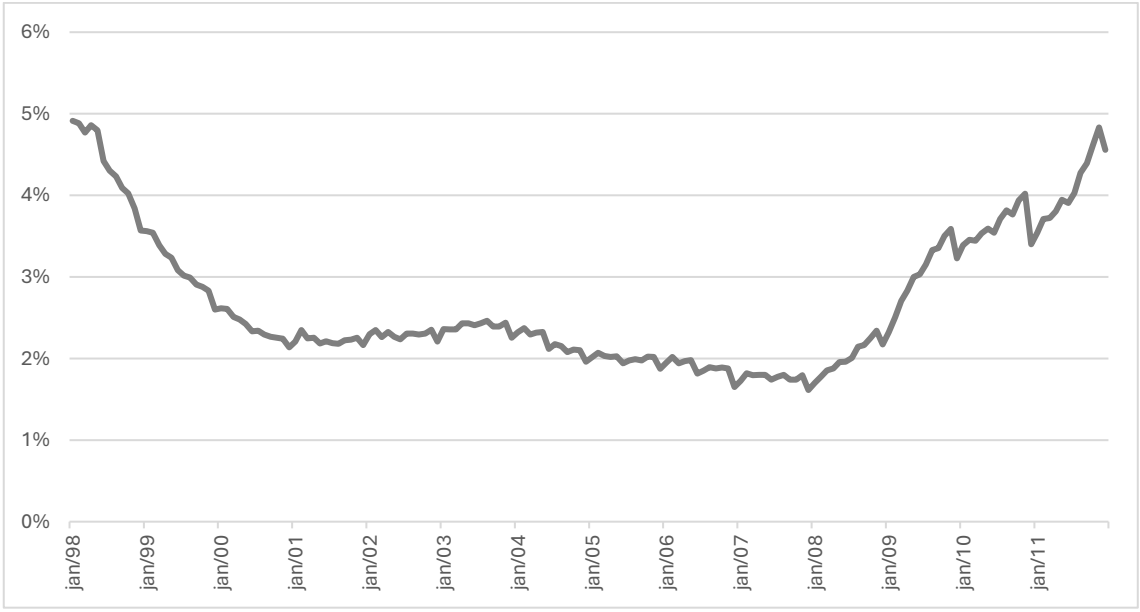


Figura 2.20: Rácio de crédito vencido no sistema bancário português (% do total da carteira de crédito), 1998-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Por último, o rácio de capital CET1 *(Common Equity Tier 1)* está representado na Figura 2.21. Este indicador mede os fundos próprios de nível 1 (ou seja, ações ordinárias e lucros retidos) em relação aos ativos ponderados pelo risco, servindo como medida da capacidade do banco em lidar com perdas inesperadas e evitar a insolvência. Como se pode observar, o rácio CET1 do setor bancário português apresenta uma tendência de diminuição entre 1996 e 2008. Esta evolução foi consequência do aumento do crédito concedido pelo setor. A partir de 2009, começa a notar-se tendência de aumento do rácio, impulsionada pelas intervenções dos reguladores, que passaram a exigir maiores níveis de capitalização dos bancos, a fim de reduzir a probabilidade de insolvência e dar confiança aos credores do sistema bancário. Como se verá mais adiante, a exigência crescente de capitais próprios viria a ser prolongada no tempo. Também a evolução deste indicador condicionou a concessão de crédito pelos bancos portugueses à economia.

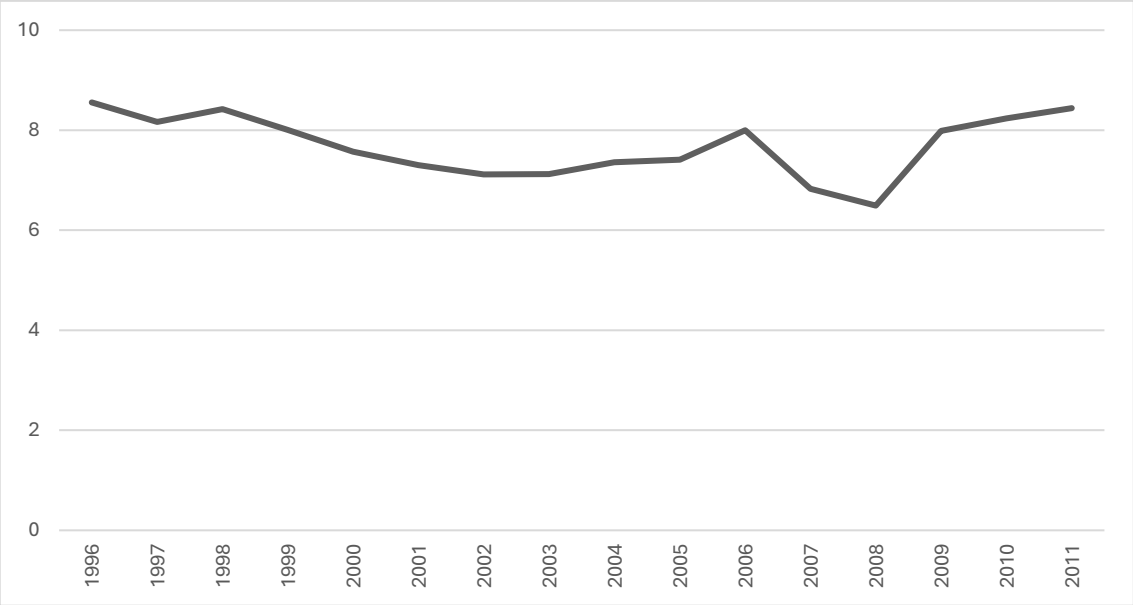


Figura 2.21: Rácio CET1 do sistema bancário português (%), 1996-2011

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

3. O Pedido de Assistência Financeira

Como foi visto no capítulo 2, os desequilíbrios estruturais acumulados ao longo das décadas – nomeadamente a baixa produtividade, a fraca competitividade do setor transacionável e o elevado endividamento – colocaram Portugal numa situação insustentável ao nível da capacidade de financiamento, quer no setor público, quer no privado. Em março de 2011, as descidas de *rating* da dívida pública portuguesa atribuída pelas principais agências de notação de risco, formalizaram e exacerbaram essas dificuldades. Nessa sequência, intensificou-se a instabilidade política, determinando a queda do governo vigente, após a rejeição do Programa de Estabilidade e Crescimento IV, o que constituiria o quarto pacote de medidas de austeridade desde que o governo havia sido eleito, em 2009. Em abril de 2011, o *rating* da dívida portuguesa voltaria a cair e o governo anunciou um pedido de resgate financeiro internacional.

Embora o motivo mais imediato fosse a incapacidade de o Estado obter novos financiamentos, tanto para a emissão de nova dívida como para o *rollover* da dívida existente, vimos no capítulo anterior que as causas subjacentes eram mais profundas, refletindo um padrão prolongado de desequilíbrios macroeconómicos e deterioração da confiança interna e externa. O pedido foi aceite, e Portugal deu início a um processo de ajustamento profundo, acompanhado pelas instituições internacionais no quadro do PAEF.

3.1. A Estrutura do PAEF

O plano de assistência a Portugal foi articulado conjuntamente por três entidades – o FMI, a CE e o BCE – conhecidas coletivamente como "Troika". Após a avaliação inicial e a negociação das condicionalidades económicas e políticas, foi divulgado a dia 17 de maio de 2011 o Memorando de Entendimento, composto por três documentos[13]: o Memorando de Políticas Económicas e Financeiras (MPEF) e o Memorando Técnico de Entendimento *(Technical Memorandum of Understanding* – TMU), aprovados pelo executivo do FMI a 20 de

[13] O MPEF delineava as principais linhas estratégicas do programa, organizadas em quatro objetivos fundamentais: (i) Redução do défice e da dívida pública; (ii) Simplificação do setor público; (iii) Proteção do setor financeiro face à desalavancagem; e (iv) Reforço da competitividade através de reformas estruturais. O TMU estabelecia os critérios técnicos e os procedimentos operacionais para monitorização da execução do programa. Já o MoU explicitava os objetivos e as medidas a implementar de um modo mais explícito e minucioso, distribuídas por sete áreas de intervenção: (i) Política orçamental; (ii) Regulação e supervisão do setor financeiro; (iii) Medidas orçamentais estruturais; (iv) Mercado de trabalho e educação; (v) Mercado de bens e serviços; (vi) Mercado da habitação; e (vii) Condições de enquadramento.

maio; e o Memorando de Entendimento sobre as Condicionalidades da Política Económica (*Memorandum of Understanding* - MoU), aceite pelo Conselho Europeu a 30 de maio.

O pacote financeiro acordado ascendeu a 78 mil milhões de euros,[14] dos quais 52 mil milhões seriam providenciados por mecanismos europeus (Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira – MEEF – e Fundo Europeu de Estabilidade Financeira – FEEF), e os restantes 26 mil milhões pelo FMI, no âmbito do Programa de Financiamento Ampliado (*Extended Fund Facility* – EFF). Do envelope total, 12 mil milhões de euros foram reservados para apoiar a recapitalização da banca, através do Mecanismo de Apoio Público à Solvabilidade do Setor Bancário (*Bank Solvency Support Facility* – BSSF).

Ficou definido que os empréstimos seriam parcelados em desembolsos ao longo de três anos, mediante o cumprimento das medidas previstas no Memorando de Entendimento e sujeitos a avaliações de condicionalidade trimestrais por parte da Troika. No total, realizaram-se doze missões de avaliação e foram efetuados onze desembolsos, correspondentes a cerca de 97% do montante acordado. O PAEF foi encerrado a 30 de junho de 2014, sem o desembolso da última parcela prevista.

Em termos gerais, os objetivos do PAEF focavam-se no apoio ao crescimento económico e estabilidade macrofinanceira, de modo a restaurar a confiança dos mercados financeiros (Comissão Europeia, 2011a).[15] Da leitura dos documentos oficiais do FMI (2011b) e da CE (2011a), constata-se que a estratégia do programa assentava em três pilares fundamentais, envolvendo prioridades sequenciais e dependentes entre elas.

A estratégia do programa assentava, em primeiro lugar, na consolidação orçamental, cuja prioridade era a restauração da confiança dos mercados e a garantia de que o governo português recuperaria a capacidade de financiamento de forma autónoma e sustentável. Para isso, foi delineada uma combinação de medidas de aumento de receitas e contenção de despesas, com o intuito de reduzir o peso do setor público na economia e assegurar a criação de condições para que a dívida pública entrasse numa trajetória decrescente. Paralelamente, promovia reformas para mitigar riscos orçamentais associados ao Setor Empresarial do Estado (SEE) e às Parcerias Público-Privadas (PPP), considerados potenciais focos de

[14] Quando o PAEF foi acordado, houve um desembolso imediato de 6,1 mil milhões de euros para cobrir as necessidades financeiras mais urgentes.

[15] Conforme consta em FMI (2011a), *"este pacote financeiro foi concebido para dar a Portugal alguma margem de manobra, sem recorrer a empréstimos de mercado, enquanto o país põe em práticas as medidas de política necessárias para relançar a economia"*.

pressão sobre as finanças públicas. Assim, ao apontar para o equilíbrio fiscal e a transparência orçamental, o PAEF pretendia reverter os desequilíbrios acumulados nas últimas décadas e alinhar Portugal com os critérios de estabilidade exigidos na zona euro.

O segundo eixo, designado por Agenda de Transformação Estrutural, pretendia promover uma recuperação sustentada da competitividade da economia, através de uma série de reformas orientadas para corrigir ineficiências persistentes e criar um ambiente mais propício ao investimento. A flexibilização do mercado de trabalho, a promoção da concorrência em setores não transacionáveis, a liberalização do mercado de bens e serviços, e o reforço do enquadramento regulatório constituíam os pilares desta agenda. Entre os objetivos centrais destacava-se a promoção de uma desvalorização interna, assente na redução dos salários reais – sobretudo na função pública –, com efeitos indiretos sobre o setor privado e os custos de produção. Através deste ajustamento, o PAEF procurava dinamizar as exportações e fomentar um crescimento mais sustentável a longo prazo, contribuindo para o reequilíbrio da economia portuguesa no contexto europeu.

Por fim, o programa deu particular atenção à Estabilidade Financeira, procurando assegurar a solvência do setor bancário durante o processo de desalavancagem e evitar uma crise de crédito. A situação de fragilidade dos bancos portugueses, resultante da desvalorização dos seus ativos e do acesso limitado aos mercados, exigiu medidas urgentes de recapitalização e reforço da sua capacidade de financiamento. Para esse efeito, foi criado o BSSF, uma linha de financiamento destinada a garantir a solidez do sistema bancário e assegurar a manutenção do crédito à economia real. O programa promoveu também uma supervisão mais rigorosa das instituições financeiras, com vista a restaurar a confiança dos investidores e permitir o regresso sustentado aos mercados de capitais, reduzindo a dependência de apoio externa e restabelecendo condições de financiamento propícias ao investimento e ao crescimento económico.

Reconhecendo o impacto social das medidas de austeridade, as autoridades portuguesas e a Troika acordaram na introdução de cláusulas de proteção destinadas a atenuar os efeitos sobre os grupos mais vulneráveis da sociedade. As medidas de consolidação orçamental foram assim estruturadas para salvaguardar, na medida do possível, os rendimentos mais baixos e mitigar o agravamento da desigualdade social.

3.2. A Implementação do PAEF [16]

O PAEF começou a ser oficialmente implementado em maio de 2011, com o primeiro desembolso efetuado logo após a aprovação do programa, o que garantiu liquidez imediata para estabilizar a economia. A responsabilidade da sua execução coube ao XIX Governo Constitucional, empossado a 21 de junho, que prontamente reagiu aos primeiros desvios na execução orçamental [17], através de medidas como a introdução de uma sobretaxa em sede de IRS e a antecipação do aumento do IVA sobre a energia (previsto para 2012) – iniciativas que mereceram o elogio da Troika na primeira missão de avaliação (agosto).

Embora a implementação decorresse, de forma geral, dentro do programado, a segunda missão (novembro) identificou dificuldades adicionais na execução orçamental. As medidas adotadas no verão revelaram-se insuficientes para cobrir a lacuna, levando o Governo a recorrer à transferência pontual e parcial dos fundos de pensões da banca para o sistema público de segurança social. Esta operação extraordinária permitiu atingir a meta de défice para 2011, de 5,9% do PIB.

Do ponto de vista macroeconómico, 2011 marcou o rápido começo do ajustamento externo, com forte crescimento das exportações – impulsionadas pelo ganho de quotas de mercado fora da UE –, enquanto as importações se contraíram, em linha com a queda da procura interna. Apesar do contexto recessivo, a contração do PIB foi menos acentuada do que o projetado, e tanto os indicadores de confiança dos consumidores como o emprego mantiveram-se relativamente estáveis. A nível europeu, o reforço do quadro de gestão de crises da Zona Euro, a flexibilização das condições dos empréstimos da CE,[18] e o lançamento de Operações de Refinanciamento de Longo Prazo (*Long-Term Refinancing Operations* – LTROs) pelo BCE, [19] forneciam garantias adicionais para o sucesso do Programa.

Ao nível do setor financeiro, além de se reforçarem os poderes de supervisão e regulamentação do BdP, iniciou-se o processo de desalavancagem e recapitalização, com os bancos a cumprirem os requisitos de capital definidos para 2011. Ainda assim, a Troika

[16] Esta secção foi elaborada com base na leitura dos relatórios das missões de avaliação trimestrais da Troika (Comissão Europeia, 2011b, 2011c, 2012a, 2012b, 2012c, 2012d, 2013a, 2013b, 2014a, 2014b; Fundo Monetário Internacional, 2011c, 2011d, 2012a, 2012b, 2012c, 2013a, 2013b, 2013c, 2014a, 2014b) e no documento de avaliação do PAEF elaborado pela Estrutura de Acompanhamento dos Memorandos (ESAME, 2014).
[17] Resultantes do aumento da despesa associada ao ciclo eleitoral, de receitas não fiscais abaixo do esperado, e de custos relacionados à nacionalização do BPN.
[18] Em setembro, diminuíram o valor das taxas de juro dos empréstimos europeus, de modo a eliminar a margem de lucro, e estenderam a maturidade média dos empréstimos, de 7,5 anos para 12.
[19] Banco Central Europeu (2011).

antecipava a necessidade de um reforço adicional das posições de capital em 2012, em linha com as novas exigências da Autoridade Bancária Europeia (EBA). Os bancos deveriam, primariamente, garantir esse capital através de fontes privadas e soluções de mercado; mas, caso necessário, poderiam recorrer ao BSSF.

A preparação do OE2012 coincidiu com a segunda missão, na qual as perspetivas económicas para 2012 foram revistas em baixa, o que inviabilizou a estratégia de desvalorização fiscal inicialmente prevista no Memorando. Esta decisão tornou ainda mais premente a aceleração da agenda reformista, de modo a promover a competitividade e facilitar a transição de um modelo de crescimento orientado para as exportações. Não obstante, as medidas de consolidação do OE2012 foram consideradas ambiciosas, destacando-se, particularmente, a suspensão dos subsídios de férias e Natal para funcionários públicos e pensionistas (do lado da despesa) e a transferência de vários bens e serviços para escalões mais elevados da taxa de IVA (do lado da receita).

Relativamente às reformas estruturais, os relatórios das primeiras missões destacaram a implementação de medidas em diversos setores visados pela agenda, as quais são sintetizadas no Anexo I. Apesar de alguns avanços, a Troika sublinhava a necessidade de acelerar reformas para reforçar a competitividade via custos e reprimir práticas de *rent-seeking* em setores protegidos – como os serviços e profissões regulamentadas e os setores em rede (energia, transportes).

Já em 2012, a terceira missão (fevereiro) concluiu que, embora em 2011 as exportações e o consumo tenham evoluído mais positivamente do que o previsto, o sentimento económico deteriorou-se acentuadamente a partir do quarto trimestre. O desemprego aumentou visivelmente no conjunto do ano e os índices de confiança dos investidores e consumidores atingiram mínimos históricos, refletindo o enfraquecimento do comércio externo. Como consequência, as projeções económicas para 2012 foram revistas em baixa, com uma contração do PIB estimada em 3,3%.

Apesar deste enquadramento adverso, a missão reconheceu que a meta orçamental para 2012 (défice de 4,5% do PIB no final do ano) era alcançável, em parte devido à adoção de um Orçamento Suplementar em março, que incluía medidas para mitigar os impactos da deterioração económica, bem como outros ajustamentos estruturais.[20] Além disso, os riscos

[20] Dentre os quais: as implicações orçamentais da transferência do fundo de pensões do setor bancário realizada em 2011; a redução do pagamento de juros resultante da reprogramação dos fundos estruturais da UE; a

de crédito pareciam controlados, sendo novamente sublinhado o papel do *Eurosistema* no alívio das restrições de liquidez dos bancos.[21]

Na quarta missão de avaliação (maio/junho) foram identificados novos desafios. Embora a atividade económica revelasse maior resiliência – com o PIB do primeiro trimestre de 2012 a contrair-se apenas 0,1%, face à previsão de queda superior a 1% –, o desemprego continuava a aumentar rapidamente, estimando-se uma taxa anual de 15,5%. Este agravamento refletia, em parte, a transição da economia para um modelo exportador, sendo a criação de emprego no setor transacionável ainda insuficiente para absorver as perdas no setor não transacionável.

Esta reconfiguração económica comportava também desafios adicionais ao nível da execução orçamental. Além de pressionar as contas da segurança social (pelo aumento dos encargos com o desemprego), o rápido ajustamento da economia para o setor transacionável afetava a receita fiscal do Estado, à medida que as bases tributáveis encolhiam mais rapidamente do que esperado. Ainda assim, Governo e Troika consideravam a meta do défice de 4,5% do PIB alcançável.

A missão centrou-se na intervenção estatal no processo de recapitalização do setor bancário. Em junho de 2012, três dos maiores bancos portugueses – Millennium BCP, Banco BPI, e CGD – recorreram a fundos públicos para garantir o cumprimento dos novos requisitos de capital impostos pela EBA, deixando apenas o BES como o único grande banco sem financiamento público nesta fase.[22]

O verão de 2012 marcou o início de uma fase mais turbulenta, caraterizada pelo agravamento da contestação social e institucional ao Programa e pelo desafio de manter o ajustamento orçamental perante novas limitações legais. Em julho, o Tribunal Constitucional (TC) declarou inconstitucional a medida introduzida no OE2012 que suspendia o pagamento dos subsídios de férias e Natal a funcionários públicos e pensionistas.

Dada a necessidade de mitigar o impacto orçamental desta decisão do TC, durante a quinta missão de avaliação, a 7 de setembro, o Primeiro-Ministro (PM) anunciou que o

estratégia para a regularização das dívidas em atraso do setor público; e, o PAEF específico para a R. A. da Madeira.

[21] A 29 de fevereiro de 2012, o BCE iniciou a segunda LTRO. Nesta fase, o valor dos empréstimos dos bancos portugueses no âmbito destes programas era de 10mM de euros.

[22] O Millennium BCP e o Banco BPI financiaram-se através do BSSF, enquanto que a CGD recebeu apoio público fora deste mecanismo, uma vez que o Memorando de Entendimento não permitia a utilização do fundo por instituições detidas pelo Estado.

OE2013 seguiria uma política de desvalorização fiscal. A desvalorização assentava na redução da Taxa Social Única (TSU) a cargo das empresas de 23,75% para 18%, por contrapartida do aumento da TSU paga pelos trabalhadores de 11% para 18%.[23] A alteração abrangeria também o setor público e substituiria, parcialmente, os cortes salariais anteriores, com um dos subsídios a ser reposto em duodécimos mensais.

Segundo o PM, a reforma da TSU visava alcançar múltiplos objetivos em simultâneo. Por um lado, a redução dos custos laborais permitiria uma descida nos preços, que, além de impulsionar as exportações portuguesas, teria também um efeito positivo sobre o rendimento real das famílias. Por outro, a diminuição dos encargos sobre as empresas contribuiria para melhorar a sua posição financeira – especialmente, pequenas e médias empresas (PMEs) –, facilitar-lhes o acesso ao crédito e, logo, disponibilizar recursos para investimento e criação de emprego, atenuando o aumento do desemprego na economia.

Antecipando novas decisões do TC e a persistência de um quadro macroeconómico adverso, da quinta missão de avaliação foi gerado um consenso entre o Governo e a Troika sobre a necessidade de redefinir o ritmo da consolidação das contas públicas, adiando para 2014 o objetivo de reduzir o défice orçamental para menos de 3% do PIB. Neste contexto, as metas foram revistas para 5% para 2012, 4,5% para 2013 e 2,5% para 2014.

Após o término da quinta missão, observou-se uma crescente contestação social e política às medidas anunciadas dias antes pelo PM. A 15 de setembro de 2012 ocorreu uma enorme manifestação que mobilizou mais de um milhão de pessoas em várias cidades do país, em protesto contra o aumento da TSU para os trabalhadores.[24] A magnitude dos protestos obrigou o governo a recuar na proposta de desvalorização fiscal, e a procurar alternativas que garantissem o cumprimento das novas metas orçamentais. Estas foram anunciadas a 3 de outubro pelo Ministro das Finanças, que o próprio classificou como um «enorme aumento de impostos»,[25] com destaque para a reformulação do IRS e o agravamento da carga fiscal sobre património, capital e consumo.

A sexta missão de avaliação (novembro), concluiu que o processo de consolidação das contas públicas permanecia alinhado com as novas metas de défice, e reconheceu ainda que o OE2013 (em vias de aprovação) continha uma gama de medidas que sustentavam a meta

[23] Público (2012).
[24] Caetano (2022).
[25] RTP (2012).

do défice para o ano seguinte e reforçavam a credibilidade do ajustamento. Estimava-se, contudo, que cerca de 80% do ajustamento orçamental em 2013 resultaria do aumento da receita fiscal, tornando premente a reorientação do esforço de consolidação para cortes permanentes na despesa. Para esse efeito, o Governo encontrava-se a preparar o Programa de Revisão da Despesa Pública.

Em termos gerais, apesar dos desafios, a execução do PAEF em 2012 foi globalmente satisfatória. Os ajustamentos orçamental e externo progrediram, ao passo que os riscos financeiros foram mitigados. Paralelamente, a economia manteve uma trajetória de maior abertura ao exterior; mas, o impacto persistente do desemprego impunha desafios adicionais, nomeadamente a necessidade de reequilibrar os esforços de consolidação orçamental.

Foi igualmente realçada a melhoria da resiliência do setor bancário ao longo do ano, face a uma recessão mais prolongada do que o antecipado, refletindo o reforço dos rácios de capital e a estabilidade proporcionada pela liquidez do *Eurosistema*. Mesmo assim, a dificuldade de acesso ao crédito perdurou ao longo do ano, afetando sobretudo as PMEs, cujo financiamento ainda representava um dos principais desafios económicos. Para mitigar este constrangimento, avançou-se com a revisão do Código de Insolvência e Recuperação de Empresas (CIRE), focado na recuperação de empresas viáveis (e liquidação das inviáveis), enquanto se promoviam iniciativas para facilitar o seu acesso ao financiamento de mercado.

Relativamente à implementação de reformas em 2012, são de destacar as que se apresentam no Anexo II. Apesar dos avanços mencionados, os relatórios da Troika sublinharam a necessidade de reformas adicionais para assegurar que os ganhos de competitividade se materializassem em crescimento sustentado. Persistiam barreiras à concorrência em setores protegidos e algumas reformas enfrentavam resistência de grupos de interesse. Neste sentido, as autoridades foram instadas a manter o compromisso reformista, de modo a assegurar que os progressos de 2012 resultassem em transformações estruturais duradouras.

Já em 2013, a sétima missão de avaliação (cujas discussões tiveram lugar em três momentos distintos entre fevereiro e maio) confirmou o cumprimento da meta de défice orçamental de 2012 e uma melhoria do saldo externo superior ao previsto, permitindo o

regresso de Portugal aos mercados de dívida soberana.[26] Contudo, as perspetivas macroeconómicas mantinham-se sombrias: o PIB contraíra mais do que o estimado no último trimestre de 2012, enquanto o desemprego se aproximava dos 18%. Nesta fase, previa-se uma contração do PIB de 2,3% em 2013, revisão impulsionada pela queda da procura externa, especialmente na AE, e pela fragilidade do consumo interno, afetado pelos baixos níveis de confiança e pelo desemprego agravado.

Além disso, a 5 de abril, o TC declarou inconstitucionais várias disposições do OE2013, incluindo os cortes em subsídios e as alterações às contribuições sociais, originando uma nova lacuna orçamental. Perante este cenário, as discussões da sétima missão focaram-se na redefinição da trajetória orçamental, fixando novas metas para o défice: 5,5% do PIB em 2013, 4,0% em 2014 e 2,5% em 2015. Este novo caminho seria sustentado predominantemente pela contenção dos gastos, tendo-se acordado que todas as medidas e propostas legislativas necessárias para garantir o corte estrutural de 25% na despesa pública seriam adotadas ou submetidas ao Parlamento, até meados de julho.

Embora tais medidas fossem formalmente apresentadas em junho, o FMI considerou que o plano proposto não especificava adequadamente os cortes na despesa. Como não bastassem as críticas do FMI, intensificaram-se as tensões dentro da coligação governamental (refletindo, em parte, o descontentamento social e resistência política às medidas de austeridade) e, em julho, dois ministros de topo apresentaram cartas de demissão. A crise política elevou o risco de incumprimento do défice em 2013 e levantou dúvidas quanto à capacidade do governo para concluir o programa. Em consequência, as condições de financiamento do país deterioraram-se significativamente ao longo do verão, fazendo subir as *yields* da dívida pública, o que levou o Governo a adiar operações de emissão de dívida.

A estabilidade governamental e a credibilidade do Programa foram adicionalmente comprometidas ainda no verão, em resultado de novas decisões do TC. A 29 de agosto, foram declaradas inconstitucionais as alterações à Lei Geral do Trabalho aprovadas em 2012, as quais introduziam o regime de requalificação dos funcionários públicos e facilitavam o seu despedimento. Em 26 de setembro, foram também declaradas inconstitucionais reformas

[26] Em janeiro, o governo português emitiu obrigações no valor total de 2,5 mil milhões de euros, com vencimento de 5 anos; mais tarde, em maio, voltou a emitir obrigações no valor total de 3 mil milhões de euros e 10 anos de maturidade.

visadas na alteração ao Código do Trabalho realizada em 2012, que facilitavam os despedimentos por extinção do posto ou inadaptação do trabalhador.

Em virtude da instabilidade vivenciada no verão, adiaram-se as discussões da oitava missão de avaliação, tendo lugar em simultâneo com a nona (entre setembro e outubro). Na missão conjunta concluiu-se que, apesar da crise política, o dinamismo da atividade económica no segundo trimestre de 2013 superou as expectativas e a taxa de desemprego começava a estabilizar. Como tal, as perspetivas de curto-médio prazo foram revistas em alta, prevendo-se uma contração do PIB de 1,8% em 2013 e um crescimento de 0,8% em 2014.

A meta de défice para 2014 foi reafirmada, com o OE2014 a centrar-se na racionalização e modernização da AP, no equilíbrio financeiro da segurança social e na obtenção de poupanças entre ministérios. Ainda assim, persistia o receio de que novas intervenções do TC pudessem complicar a execução orçamental, adiando o retorno sustentado aos mercados financeiros em 2014.

Esse receio materializou-se a 19 de dezembro, com a declaração de inconstitucionalidade da equiparação do regime de pensões do setor público (CGA) ao regime geral da Segurança Social. Com o intuito de colmatar esta adversidade e assegurar o cumprimento orçamental em 2014, a décima missão de avaliação (realizada em dezembro) incluiu ações prévias, que o governo adotou como alternativa à medida inconstitucional.[27]

O compromisso do governo na prossecução das metas orçamentais, aliado à recuperação generalizada da confiança dos mercados na dívida soberana da AE, impulsionou a descida das *yields* e o aumento da procura por obrigações de dívida pública portuguesa. Aproveitando o enquadramento mais favorável, o governo antecipou operações de refinanciamento, com emissões e reestruturações de prazos de reembolsos, garantindo reservas de tesouraria para cobrir parte das necessidades de financiamento de 2014. [28]

No cômputo geral, a execução do Programa em 2013 foi considerada satisfatória. A economia começou a dar sinais de retoma, impulsionada pela recuperação gradual da procura interna a partir de meados do ano. Ainda que, por contrapartida, tal tenha suscitado alguma

[27] Como o aumento da Contribuição Extraordinária de Solidariedade (CES) sobre as pensões mais elevadas e o aumento das contribuições dos beneficiários dos sistemas especiais de seguro de saúde do setor público (ADSE e outros).

[28] Em dezembro de 2013, o governo trocou títulos no valor de 6,6mM de euros com vencimento em 2014 e 2015 por títulos com vencimento em 2017 e 2018. À medida que as taxas continuaram a cair, no início de 2014 foram emitidas obrigações com maturidade de 5 anos, no valor de 3,25mM à taxa de 4,7%.

desaceleração no crescimento das exportações líquidas, o reequilíbrio externo manteve-se, evidenciado pelo excedente da balança corrente – o primeiro em quatro décadas.

A restritividade das condições de financiamento atenuou-se ao longo do ano, enquanto o processo de desalavancagem do setor bancário manteve um ritmo acelerado. O reforço dos rácios de capital, aliado a uma estrutura de financiamento mais equilibrada e a níveis de liquidez acrescidos, permitiram reduzir a dependência do setor face ao *Eurosistema*, que ainda representava cerca de 10% dos ativos do sistema bancário – o triplo da média da AE. Simultaneamente, continuaram-se os esforços para facilitar o financiamento das PMEs, nomeadamente através do desenvolvimento de um mercado de dívida de curto prazo para empresas e da melhoria da governança do Sistema Nacional de Garantias Mútuas.

Por esta altura, o governo já tinha implementado um conjunto significativo de reformas, tendo concluído em 2013 todas as ações planeadas nas áreas da justiça e da habitação e arrendamento urbano. Em praticamente todos os restantes setores visados pela agenda, as reformas estavam em fase final de implementação, embora o seu impacto económico ainda não fosse plenamente visível à data da décima missão de avaliação. As medidas mais relevantes implementadas em 2013 estão sintetizadas no Anexo III.

Já em 2014, com a aproximação do final do Programa, a décima primeira missão (realizada em março) confirmou a tendência positiva observada no final do ano anterior: o crescimento do PIB e a redução do desemprego superaram as previsões, enquanto o défice orçamental foi cumprido com margem confortável, sustentado pelo desempenho robusto da receita – incluindo os montantes provenientes do regime excecional de regularização fiscal – e pelo controlo rigoroso da despesa. A execução orçamental nos primeiros meses de 2014 revelou-se também melhor do que o projetado, o que permitiu ao governo intensificar a sua estratégia de pré-financiamento e emitir com êxito dívida de longo prazo.[29]

Neste contexto, embora os riscos orçamentais previamente identificados se tenham tornado mais equilibrados, subsistiam desafios consideráveis – desde a possibilidade de novas decisões de inconstitucionalidade sobre medidas previstas no OE2014, até à vulnerabilidade externa decorrente dos elevados rácios de dívida pública e externa. Face a este contexto, era crucial preservar a disciplina orçamental e aprofundar reformas estruturais no domínio da

[29] Em abril de 2014, o governo emitiu 750M de euros em obrigações com vencimento a dez anos, com um *yield* médio de 3,58%, naquela que foi a primeira emissão com maturidade tão alargada desde abril de 2011.

GFP, incluindo a racionalização do emprego na AP, a reforma do sistema de pensões e a resolução dos constrangimentos financeiros persistentes no setor da saúde.[30]

Não obstante sinais positivos em determinados setores, limitações à concorrência em setores como as indústrias de rede e os serviços e profissões regulamentadas continuavam a restringir ganhos de produtividade e eficiência, enquanto a recuperação sustentada do emprego dependia de um mercado de trabalho mais dinâmico e de uma expansão sustentada da atividade económica. Acrescia ainda o elevado nível de endividamento que, conjugado com custos de financiamento ainda significativos, exigia políticas firmes para assegurar uma desalavancagem ordenada e fomentar um ambiente mais propício ao investimento.

Neste quadro, as discussões da penúltima missão centraram-se na definição da estratégia de médio prazo do governo, assente em três pilares fundamentais: (i) impulsionar o crescimento económico; (ii) assegurar a sustentabilidade da dívida; e assim, (iii) consolidar a confiança dos mercados, garantindo um acesso estável ao financiamento. Para que esta estratégia fosse eficaz e resultasse numa transformação com efeitos duradouros, seria essencial que a disciplina orçamental e as reformas estruturais se mantivessem prioridades transversais, independentes de dinâmicas político-partidárias.

Já no âmbito da décima segunda e última missão programada (cujas discussões ocorreram entre finais de abril e início de maio), os resultados preliminares confirmaram o cumprimento das metas e a continuação da dinâmica positiva da economia. Prevista para ser concluída sem dificuldades, esta missão deveria validar a aprovação do último desembolso de financiamento no final de junho, oficializando assim o encerramento do programa.

Todavia, a 30 de maio – já depois do anúncio formal do PM, a 4 de maio, sobre a saída do programa –, o TC declarou inconstitucionais algumas medidas centrais do OE2014, consideradas essenciais para assegurar a meta de défice. Tal decisão obrigava à apresentação de medidas alternativas para viabilizar a conclusão formal da última missão e, consequentemente, receber a tranche final do empréstimo internacional.

Perante este revés, o governo anunciou a 11 de junho que prescindiria do último desembolso, uma vez que a negociação e implementação das medidas compensatórias implicaria prolongar oficialmente o programa. Deste modo, foi acordado o encerramento do

[30] Apesar da significativa redução dos pagamentos em atraso nos três anos anteriores – em resultado dos programas de regularização de dívida –, novos atrasos surgiam, sobretudo nos hospitais públicos, tornando os atrasos nas reformas da saúde um risco orçamental a curto prazo.

PAEF sem a conclusão formal da última missão, ainda que as instituições internacionais tenham reconhecido o empenho das autoridades portuguesas em encontrar soluções para corrigir o défice adicional, mesmo sem condicionalidade formal para a sua adoção.

Com o fim do Programa, as instituições internacionais sublinharam a importância de manter o rumo reformista e de consolidar os progressos alcançados. A solidez da recuperação económica dependeria, segundo estas, da manutenção de políticas firmes no médio prazo, ancoradas num consenso alargado que ultrapassasse divisões partidárias. Neste sentido, a condições favoráveis do momento não deveriam ser motivo de complacência, mas ser aproveitadas para cimentar um modelo económico mais resiliente, diversificado e autossustentável, assegurando a continuidade das transformações em curso.

4. Ajustamento e Recuperação

Este capítulo retoma o comportamento das variáveis analisadas no capítulo 2, focando-se agora na sua evolução durante após a implementação do PAEF. Apesar das críticas às medidas que foram adotadas e das reservas expressas por alguns economistas quanto ao impacto do programa, o ajustamento produziu resultados visíveis em áreas-chave. Em particular, destacam-se as melhorias significativas nas contas públicas e nas contas externas ao longo da última década.

Os esforços de ajustamento parece terem contribuído para reforçar os alicerces macroeconómicos do país, o que ajudou a enfrentar crises mais recentes – como a pandemia ou a incerteza geopolítica global – de forma mais resiliente.

4.1. A Atividade Económica

A Figura 4.1 ilustra a evolução da taxa de crescimento real do PIB do Portugal entre 2011 e 2024, sendo possível identificar (i) a recessão vivida durante o período do PAEF (explorada com detalhe no capítulo anterior), (ii) a recuperação gradual nos anos seguintes, culminando num ciclo de expansão até 2019, (iii) a quebra abrupta em 2020, provocada pela pandemia de COVID-19, e (iv) a retoma expressiva da atividade nos anos mais recentes.

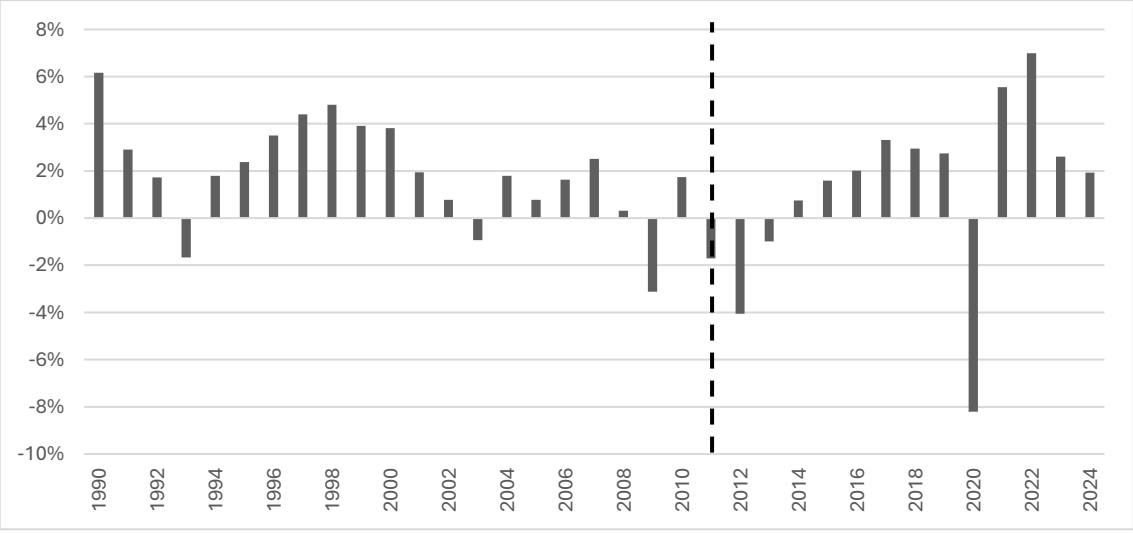


Figura 4.1: Taxa de crescimento real do PIB de Portugal (%), 1990-2024
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

No que respeita ao período de implementação do PAEF, entre 2011 e meados de 2014, além das condicionalidades específicas detalhadas na secção 3.2, importa referir o

enquadramento externo adverso que condicionou a evolução da economia portuguesa. Em contraste com episódios anteriores de recessão, a recuperação económica global após a CFG revelou-se lenta e desigual entre regiões, com os países emergentes a registarem um forte crescimento, enquanto as economias avançadas se viam limitadas por baixos níveis de confiança e políticas orçamentais restritivas (Banco de Portugal, 2012, 2013).

No contexto europeu e, em particular, na Zona Euro registou-se uma nova recessão em 2012, associada à crise das dívidas soberanas, sendo também nesse ano que se verificou a maior contração do PIB português. Isto, apesar do dinamismo das exportações portuguesas ao longo do ajustamento, resultante da diversificação de mercados e produtos. Nesse ano, a quebra acentuada do produto refletiu, assim, a conjugação entre a procura interna deprimida e a desaceleração do setor exportador, num contexto de condições financeiras restritivas e consolidação orçamental (Banco de Portugal, 2013).

A partir de meados de 2013, começaram a surgir sinais de recuperação das componentes privadas da procura interna, consolidados em 2014 com um crescimento de 0,8% do PIB. Apesar de modesto, este crescimento foi relevante, pois assinalou o início do restabelecimento dos equilíbrios macroeconómicos, nomeadamente ao nível das contas externas, num enquadramento ainda marcado por contenção orçamental entre os países europeus (Banco de Portugal, 2015).

Entre 2015 e 2016, a economia portuguesa manteve uma trajetória de crescimento, sustentada pela expansão do consumo privado – impulsionado pela melhoria dos rendimentos e por expectativas mais favoráveis quanto à sua evolução – e pela gradual normalização das condições de financiamento. Paralelamente, verificou-se uma interrupção do processo de consolidação orçamental. Ainda assim, o enquadramento externo continuou a colocar desafios, tendo a queda do preço do petróleo em 2015 penalizado a procura externa por parte de parceiros extracomunitários, como Angola. Já em 2016, eventos como o referendo do Brexit e as eleições presidenciais nos EUA aumentaram a incerteza global, refletindo-se em picos de volatilidade nos mercados financeiros e no crescimento económico anual mais baixo a nível global após a crise económica e financeira (Banco de Portugal, 2016, 2017).

Em 2017, o PIB português registou a taxa de crescimento mais elevada desde 2010 (cerca de 3,5%), impulsionado pela retoma da procura externa (especialmente da AE), num contexto de aceleração do comércio internacional. As exportações e o investimento foram,

neste ano, os principais motores da atividade económica (Banco de Portugal, 2018). Contudo, em 2018 e 2019, o ritmo de crescimento abrandou gradualmente, refletindo a intensificação das tensões comerciais entre os EUA e a China, e a consequente desaceleração das exportações. Tal como no conjunto da AE, a procura interna assumiu o papel dominante no crescimento económico neste período de incerteza a nível global (Banco de Portugal, 2020).

O cenário de expansão foi abruptamente interrompido em 2020 pela pandemia de COVID-19. A atividade económica global contraiu 3,3%, registando a queda mais acentuada desde a II Guerra Mundial. O impacto económico das medidas de confinamento e das restrições à mobilidade afetou fortemente o consumo privado e o comércio internacional, sendo os serviços de contacto pessoal os mais atingidos. Em Portugal, o PIB caiu 8,3%, uma quebra superior à média da AE (6,8%), evidenciando a elevada dependência da economia nacional do turismo (Banco de Portugal, 2021).

A recuperação iniciou-se em 2021, com o levantamento gradual das restrições sanitárias, ganhando força a partir do segundo trimestre de 2022, como demonstram as elevadas taxas de crescimento observadas nesses anos. Contudo, o período recente voltou a ser marcado por choques externos, nomeadamente a guerra na Ucrânia (iniciada em fevereiro de 2022) e o conflito no Médio Oriente (desde outubro de 2023), que têm perturbado o comércio mundial e afetado setores chave como a energia, os bens alimentares e as matérias-primas (Banco de Portugal, 2023, 2024).

Da Figura 4.2., que apresenta a evolução do nível do PIB a preços constantes de 2021, retiram-se, naturalmente, as mesmas conclusões obtidas a partir da Figura 4.1., observando-se, nomeadamente (i) a recessão durante o ajustamento (2011-2013); (ii) a progressiva recuperação entre 2014 e 2016; (iii) o ciclo de crescimento mais robusto entre 2017 e 2019; (iv) a queda abrupta em 2020; e, (v) a subsequente recuperação a partir de 2021. Importa destacar que apenas em 2017 o nível do PIB superou, de forma sustentada, o valor registado em 2011, o que evidencia a profundidade e extensão do ajustamento económico ocorrido no início da década.

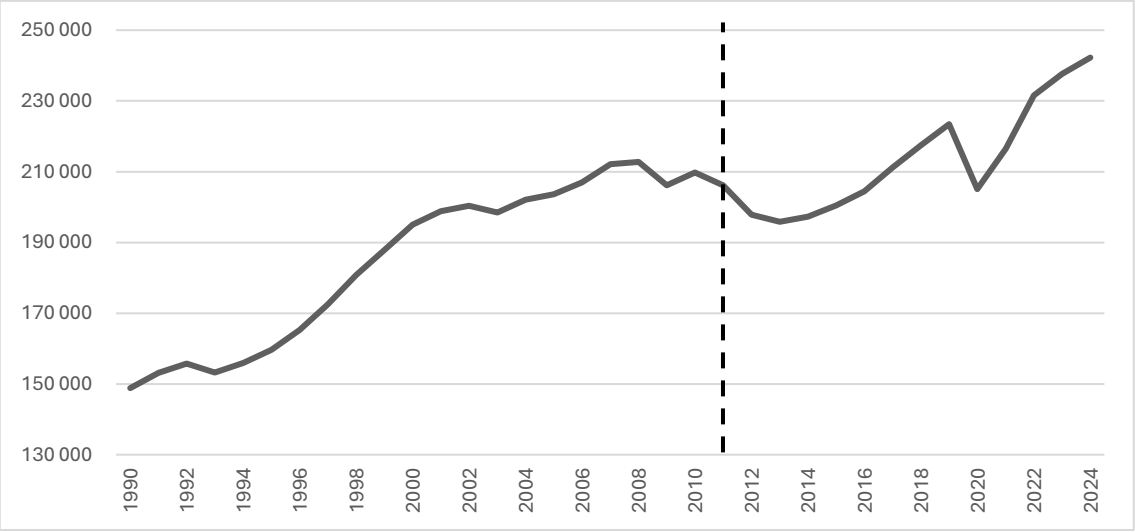


Figura 4.7: PIB de Portugal a preços constantes de 2021 (milhões de euros), 1990-2024

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

No que respeita à convergência do PIB*pc* português para o valor médio da UE, a Figura 4.3 mostra que Portugal não registou progressos significativos no período. Durante os anos do PAEF, destaca-se a quebra relativa em 2012, sinal da maior fragilidade da economia portuguesa no contexto europeu. Nos anos seguintes, apesar do crescimento económico, a convergência manteve-se praticamente estagnada, refletindo uma expansão insuficiente para aproximar a média europeia. Durante a pandemia a economia portuguesa apresentou alguma divergência, embora temporária.

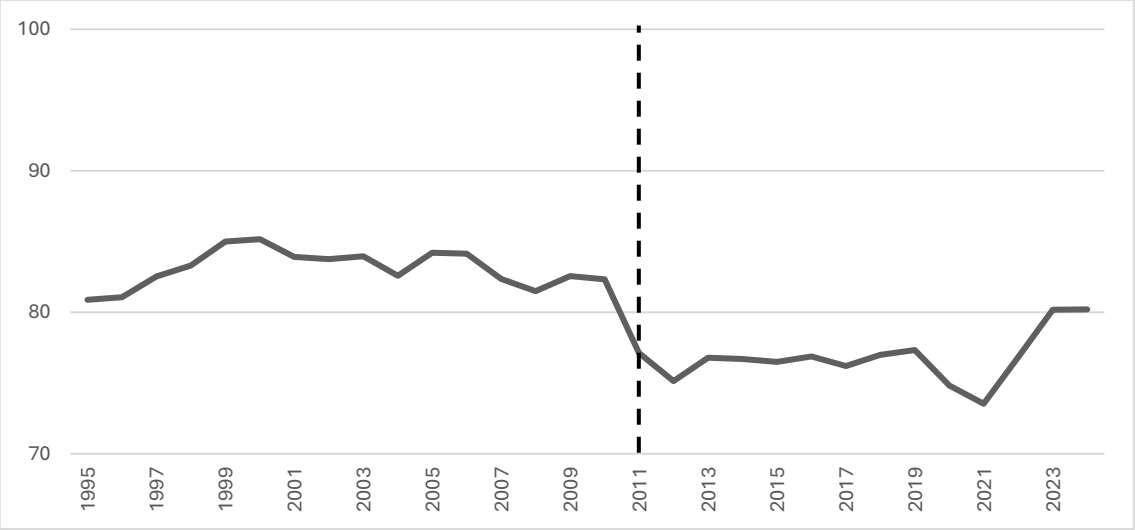


Figura 4.8: PIB *per capita* de Portugal em percentagem do PIB *per capita* médio da UE, em Paridade de Poderes de Compra, 1995-2024

Fonte: AMECO

A Figura 4.4 apresenta a evolução da taxa de desemprego em Portugal. Conforme referido na secção 3.2., assistiu-se a um agravamento da taxa de desemprego durante o ajustamento, tendo o seu valor anual atingido um máximo histórico em 2013 (cerca de 17%), distanciando-se significativamente da taxa de desemprego da União Europeia. Esta evolução refletiu não só a destruição de postos de trabalho (associada à recessão severa e à reorientação da atividade para setores transacionáveis), bem como a intensificação de fragilidades estruturais como o desemprego de longa duração e a saída de população ativa por via da emigração, nomeadamente de jovens (Banco de Portugal, 2012, 2013, 2014).

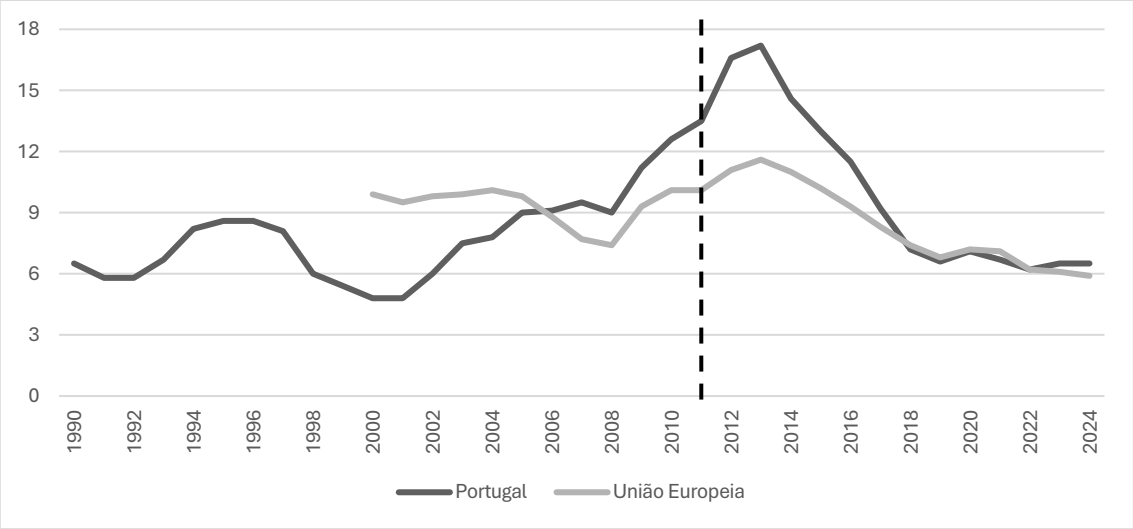


Figura 4.9: Taxa de desemprego (%), 1990-2024
Fonte: AMECO

A partir de 2014, com a retoma gradual da economia, iniciou-se um processo de redução sustentada da taxa de desemprego, atingindo um valor semelhante ao do conjunto da UE por volta de 2018. Esta recuperação foi refletida num aumento expressivo do emprego, que atingiu em 2019 níveis historicamente elevados, acompanhado por uma redução da subutilização do fator trabalho (Banco de Portugal, 2017, 2018, 2019, 2020).

Com a pandemia, em 2020, a diminuição do desemprego foi temporariamente interrompida. No entanto, as medidas de apoio ao emprego – como o *lay-off* simplificado –, permitiram mitigar efeitos mais adversos no mercado de trabalho, limitando o aumento da taxa de desemprego (cerca de 7% em 2020 e 2021) (Banco de Portugal, 2021, 2022).

A partir de 2022, com o regresso do dinamismo económico, particularmente em setores intensivos em mão de obra, como o turismo, a taxa de desemprego voltou a descer.

A estabilização em níveis historicamente baixos, a par de um forte fluxo imigratório que tem mitigado dificuldades de contratação nesses setores, reflete uma evolução favorável do mercado de trabalho, tanto em termos cíclicos como estruturais (Banco de Portugal, 2023, 2024).

4.2. As Contas Públicas

Entre 2011 e 2024, as contas públicas evidenciam as melhorias induzidas pelas medidas do programa de ajustamento, que resultaram na consolidação progressiva das finanças públicas, num quadro institucional e económico em transformação.

Tal como ilustrado na Figura 4.5, apesar de ter permanecido deficitário durante grande parte do período, o saldo orçamental (em % do PIB) seguiu uma trajetória de correção desde a implementação do PAEF. Em 2019, o saldo orçamental apresentou, pela primeira vez desde 1974, um valor (marginalmente) positivo (0,1% do PIB), tendo voltado a valores negativos entre 2020 e 2021 (devido à crise pandémica), mas retomado, entretanto, valores positivos.

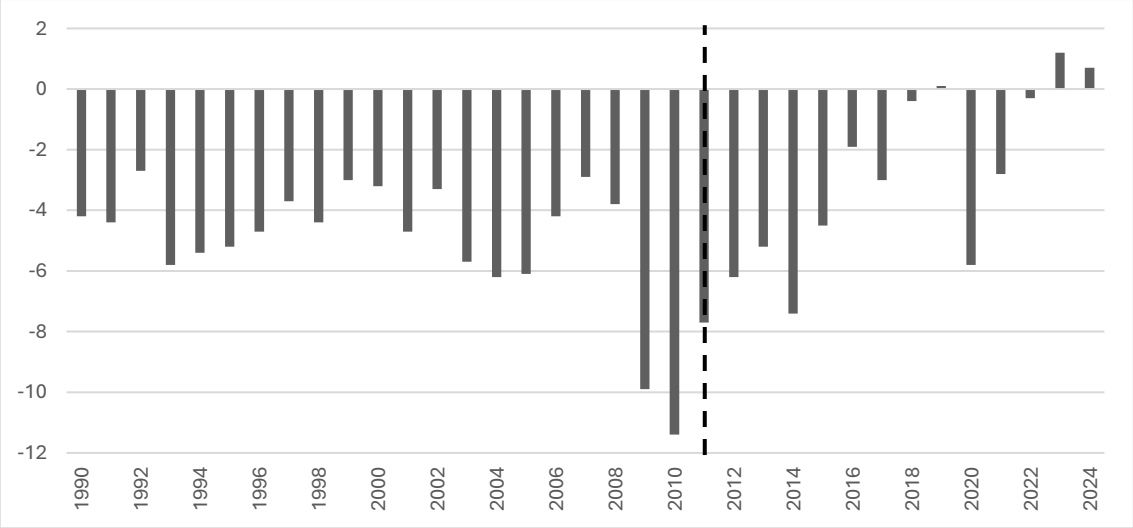


Figura 4.10: Saldo orçamental de Portugal (% PIB), 1990-2024
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Conforme detalhado na secção 3.2., entre 2011 e 2014, a política orçamental portuguesa foi moldada pelas exigências do PAEF. O processo de consolidação revelou-se, contudo, assimétrico relativamente ao objetivo inicial, com um ajustamento mais centrado

na receita do que na despesa,[31] influenciado pelas restrições impostas pelo ciclo económico, por decisões do TC, assim como pelo impacto de medidas extraordinárias – com expressão significativa no saldo nominal.

Embora o término do PAEF tenha ocorrido em maio de 2014, sob a assunção de que as contas públicas portuguesas estariam no caminho certo, o défice apresentado na Figura 4.5 representa 7,4% do PIB. Tal reflete os impactos contabilísticos decorrentes da subscrição integral do capital do Novo Banco pelo Fundo de Resolução (no montante de 4,9 mil milhões de euros), em agosto de 2014, bem como de outras medidas extraordinárias – como a reclassificação da dívida da STCP e da CARRIS e o reconhecimento da perda de crédito mal parado do BPN Crédito (Conselho das Finanças Públicas, 2015). Não obstante, os relatórios do CFP indicam que o saldo estrutural registou uma melhoria expressiva ao longo daqueles anos, o que espelha um ajustamento orçamental efetivo.

No período de recuperação e expansão económica (2015-2019), a orientação da política orçamental em Portugal foi globalmente neutra, tendo a redução do défice das administrações públicas beneficiado da conjuntura económica favorável que, além de gerar um aumento da receita fiscal e contributiva via estabilizadores automáticos, proporcionou condições particularmente favoráveis de financiamento no mercado, contribuindo assim para a redução dos encargos com juros. Esta redução refletiu não só os efeitos de recuperação da atividade económica e da política monetária acomodatícia do BCE ao longo do período (como se verá adiante), como também foi impulsionada por operações como a devolução, em 2016, da comissão (*prepaid margins*) paga ao FEEF, e a amortização antecipada, e concluída em 2018, dos empréstimos obtidos junto do FMI e da UE, no âmbito do PAEF (Conselho das Finanças Públicas, 2017, 2019).

O percurso de recuperação conduziu à saída de Portugal do Procedimento por Défices Excessivos em 2017, após o saldo orçamental ter recuado para cerca de -2% do PIB em 2016. Entretanto, apesar de pontuais deteriorações do indicador provocadas por medidas *one-off* – como a resolução do Banif em 2015 e a recapitalização da CGD em 2017 –, os saldos estruturais e primários ajustados mantiveram uma tendência de melhoria ao longo da fase de expansão do ciclo económico (Conselho das Finanças Públicas 2018, 2019).

[31] Segundo o Conselho das Finanças Públicas (2015), *"a consolidação orçamental efetuada entre 2010 e 2014 contribuiu mais para o aumento do rácio da receita no PIB do que para a redução do rácio da despesa primária"*.

À semelhança do descrito na secção 4.1. relativamente à atividade económica, 2020 ficou marcado pelo retrocesso ao nível do equilíbrio orçamental. A política orçamental registou uma natureza expansionista e contracíclica, marcada por medidas orçamentais extraordinárias, como o *lay-off* simplificado e o aumento de despesas com saúde, bem como pelo auxílio financeiro prestado à TAP (Banco de Portugal, 2021). Naquele ano, o Conselho da UE ativou a cláusula de derrogação geral do PEC, permitindo aos Estados-membros suspender temporariamente os seus objetivos orçamentais. Ainda assim, o valor do défice observado situou-se abaixo das estimativas oficiais, contribuindo positivamente para tal as respostas de política económica e o apoio financeiro da UE, que visaram colmatar os efeitos recessivos, assegurar o funcionamento dos sistemas de saúde e salvaguardar a capacidade produtiva e o rendimento das famílias. [32]

A partir de 2021, a recuperação da atividade, a supressão gradual dos apoios estatais e o dinamismo da receita fiscal permitiram uma correção rápida do saldo, que voltou ao equilíbrio em 2022 e atingiu um excedente de 1,2% do PIB em 2023. Segundo o CFP (2024), este valor teria sido ainda superior na ausência de medidas excecionais, refletindo uma postura orçamental prudente num contexto de inflação elevada.

Quanto ao rácio da dívida pública, cujo comportamento é descrito na Figura 4.6, a sua evolução espelha os efeitos do processo de ajustamento e a evolução subsequente da economia portuguesa. Após o contínuo agravamento do indicador até 2014, altura em que atingiu um valor superior a 130% do PIB (resultado não apenas da acumulação de défices, mas também de ajustamentos significativos e de um contexto macroeconómico adverso), o rácio iniciou uma trajetória de diminuição sustentada, impulsionada pelo crescimento económico, saldos primários positivos e custos de financiamento progressivamente mais baixos.

Apesar do recuo provocado pela pandemia em 2020, a tendência da dívida pública foi rapidamente retomada, permitindo que o indicador recuasse para um valor inferior a 100% do PIB em 2023 – o mais baixo em mais de uma década. Como assinalado nos relatórios do CFP, esta evolução confirma a correção gradual dos desequilíbrios acumulados no período pré-ajustamento e a capacidade da economia portuguesa para recuperar a trajetória de consolidação da dívida mesmo após choques significativos.

[32] Para mais detalhes, ver a secção "2.3. O impacto das medidas de resposta à COVID-19 em 2020" em Conselho das Finanças Públicas (2021).

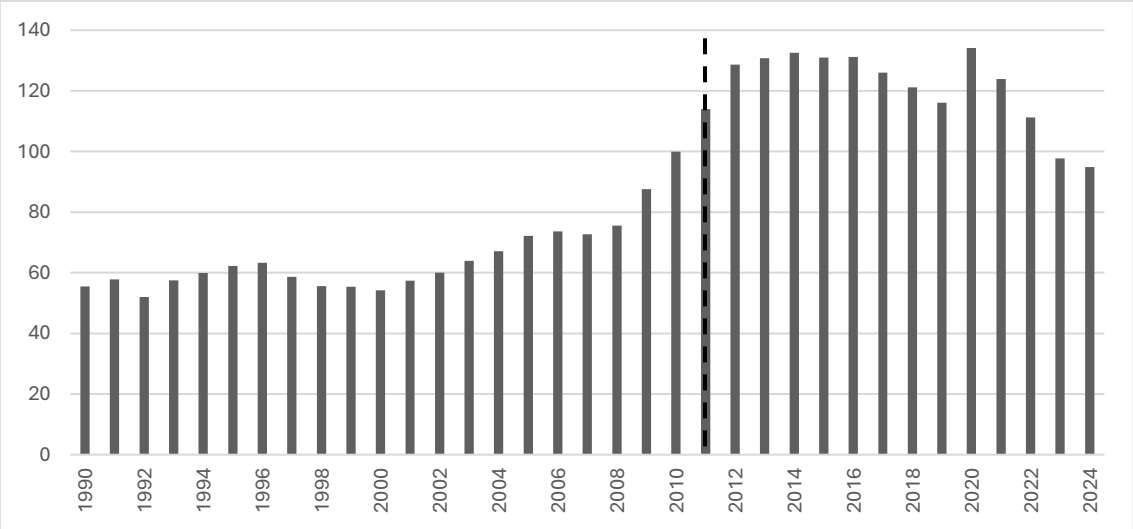


Figura 4.11: Dívida pública de Portugal (% PIB), 1990-2024

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

O processo de consolidação das finanças públicas refletiu-se, de forma clara, nas condições de financiamento da República Portuguesa. Na Figura 4.7, que contém a evolução das taxas de juro das dívidas públicas portuguesa e alemã a 10 anos no mercado secundário, pode-se observar a correção gradual do prémio de risco associado à dívida portuguesa. Durante o período mais crítico da crise da dívida soberana (2011-2012), as taxas de juro da dívida portuguesa atingiram máximos históricos, refletindo o afastamento do país dos mercados e a perceção de risco elevado. Ainda em 2012, na sequência do anúncio público de Mario Draghi, de que o BCE iria efetuar intervenções nos mercados de dívida soberana, as taxas de juro da dívida publica portuguesa (tal como de outros países em dificuldades) começaram a cair. Em paralelo, também a implementação do programa de ajustamento contribuiu para a recuperação da confiança dos investidores (cf. secção 3.2), originando a descida sustentada das taxas de juro da dívida portuguesa, bem como a redução progressiva do diferencial face à taxa alemã.

Até 2019, o prémio de risco foi diminuindo de forma consistente, acompanhando a consolidação orçamental e a normalização das condições de financiamento. Desde então, apesar de episódios pontuais de volatilidade e do aumento generalizado das taxas de juro na AE (resultantes da política monetária restritiva do BCE), Portugal manteve um perfil de risco estável, com *spreads* contidos face à Alemanha, sinal de uma perceção mais alinhada com economias de risco moderado.

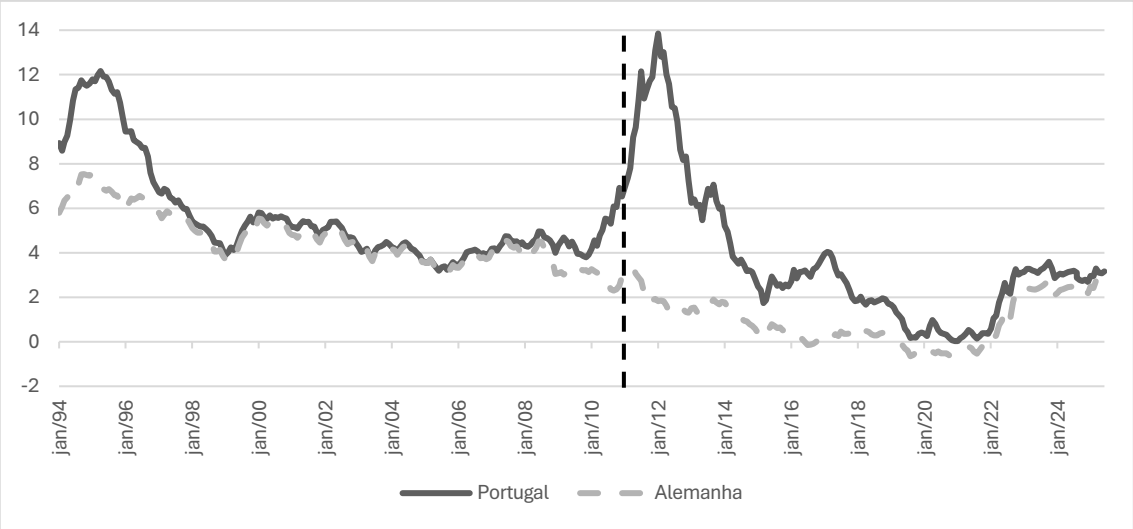


Figura 4.7: Taxas de juro da dívida pública a 10 anos (%), 1994-2025

Fonte: ECB Data Portal - Banco Central Europeu

A Figura 4.8., com a evolução das taxas de juro diretoras do BCE e da taxa de juro da dívida pública alemã a 10 anos, espelha a postura acomodatícia da política monetária do BCE a partir de finais de 2011, com o objetivo de estabilizar os mercados financeiros e combater os riscos de fragmentação na AE durante a crise da dívida soberana. Nesse contexto, o BCE reduziu gradualmente as suas taxas de referência até 2014, com a facilidade de depósito permanente a entrar em território negativo nesse mesmo ano.

Tais medidas foram reforçadas pelo lançamento do *Quantitative Easing* (QE) em 2015, que teve um impacto significativo na redução das taxas soberanas, com a taxa alemã a registar valores negativos a partir de 2016. O BCE manteve a postura ultraacomodatícia até 2021, dados os níveis de inflação (tanto observados como esperados) relativamente estáveis, garantindo aos bancos condições de financiamento favoráveis.

A partir de meados de 2022, o BCE iniciou um ciclo de normalização monetária para conter a pressão inflacionista, promovendo subidas rápidas das suas taxas diretoras, com a taxa das principais operações de refinanciamento a atingir 4,5% em 2023. Este ajustamento traduziu-se numa subida sincronizada das taxas de juro de dívida pública de longo prazo, com a taxa de juro da dívida pública alemã a 10 anos, que regressou a valores positivos, próximos de 3%.

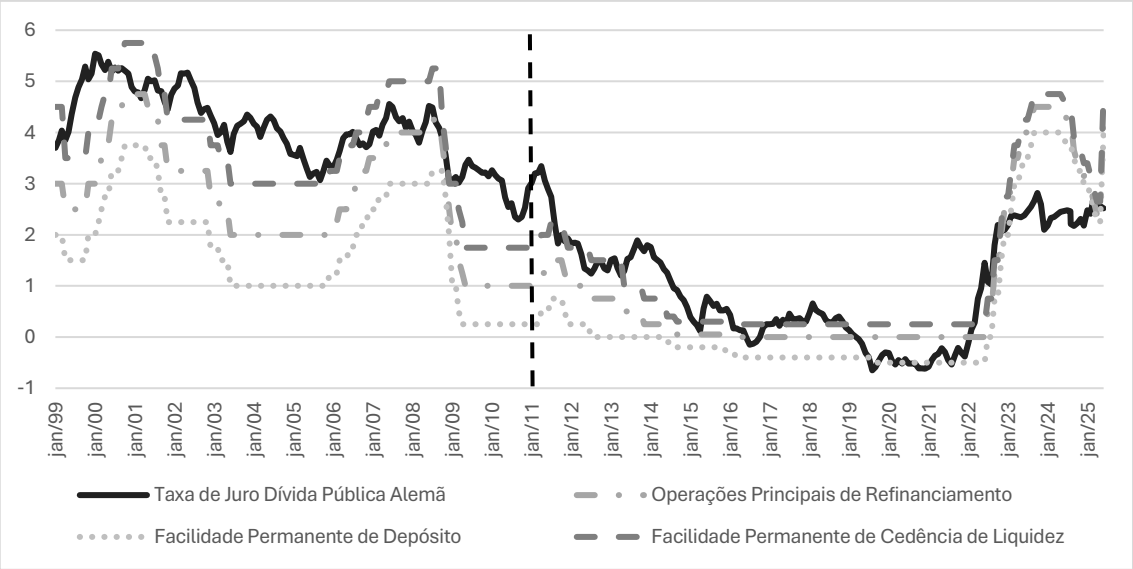


Figura 4.8: Taxas de juro diretoras do euro vs. taxa da dívida pública alemã a 10 anos (%), 1994-2025

Fonte: ECB Data Portal - Banco Central Europeu

4.3. As Contas Externas

À semelhança do observado com as contas públicas, também as contas externas revelam sinais de correção estrutural induzida pelo programa de ajustamento. A persistente dependência de financiamento externo, que ao longo de décadas caraterizou a economia portuguesa, foi substituída por uma trajetória de capacidade líquida de financiamento, permitindo a amortização gradual do elevado *stock* de dívida externa e a melhoria da PLII para níveis mais sustentáveis.

Pela Figura 4.9, onde se apresentam os saldos das balanças corrente e de capital (em % do PIB), constata-se que, a partir de 2012, Portugal passou sistematicamente a apresentar capacidade líquida de financiamento face ao exterior. O saldo da balança corrente registou melhorias expressivas logo nos primeiros anos do PAEF, decorrentes da compressão da procura interna e do crescimento das exportações – associado à reconversão do tecido produtivo para setores mais expostos à concorrência internacional e à diversificação do perfil das exportações portuguesas, tanto em termos de produtos como de mercados (cf. secção 3.2). Esta dinâmica culminou, em 2013, no primeiro excedente do saldo da balança de bens e serviços em quatro décadas, contribuindo para o excedente corrente de 1,6% do PIB.

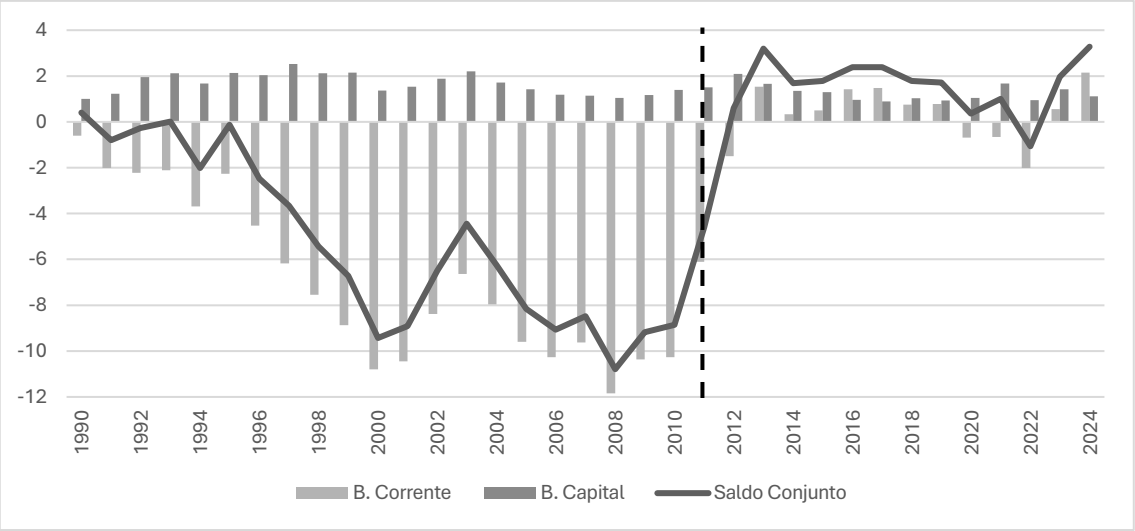


Figura 4.9: Saldos das balanças corrente e de capital de Portugal (% PIB), 1990-2024
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Nos anos seguintes, foram alcançados progressos no reequilíbrio das contas externas, ainda que se tenham registado défices correntes entre 2020 e 2022, alguns deles explicados por choques exógenos, como a pandemia, que afetou severamente as exportações de serviços (em particular, daqueles ligados ao turismo) e, posteriormente, o agravamento da inflação internacional. Ainda assim, as transferências de capital no contexto da resposta europeia à crise compensaram grande parte da deterioração da balança corrente, registando-se apenas em 2022 uma necessidade líquida de financiamento, ainda que residual (-0,2% do PIB).

Em 2023, a balança corrente voltou a ser positiva, com um valor próximo do registado em 2013 e sustentado por um novo excedente comercial, sinalizando a resiliência da economia portuguesa num contexto externo marcado pela deterioração dos termos de troca no comércio internacional (Banco de Portugal, 2024).

O contributo das exportações para o reequilíbrio externo torna-se particularmente evidente quando se observa a sua evolução, conforme descrita na Figura 4.10. Em 2010, as exportações de bens e serviços representavam cerca de 30% do PIB (Figura 2.10), tendo este valor aumentado para 40% em 2014. Este aumento do grau de abertura da economia portuguesa durante o PAEF reflete ganhos de competitividade num contexto de ajustamento e constitui um dos desenvolvimentos estruturais mais marcantes do período.

No período subsequente, embora a tendência de crescimento se tenha mantido, o ritmo revelou-se mais contido, com o indicador a atingir cerca de 47% em 2022 e 2023.

Ainda assim, o setor dos serviços – em particular, o turismo – revelou um dinamismo assinalável, contribuindo de forma decisiva para o desempenho das exportações ao longo do período e, assim, para a manutenção de saldos externos positivos, mesmo em contextos adversos.

A trajetória global revela uma evolução estrutural favorável na integração da economia portuguesa nos mercados internacionais, embora ainda aquém do desejável. Comparando com economias europeias estruturalmente mais abertas ao exterior – como a Bélgica ou os Países Baixos – evidencia-se que subsiste margem para intensificar este movimento (ver Figura 4.10).

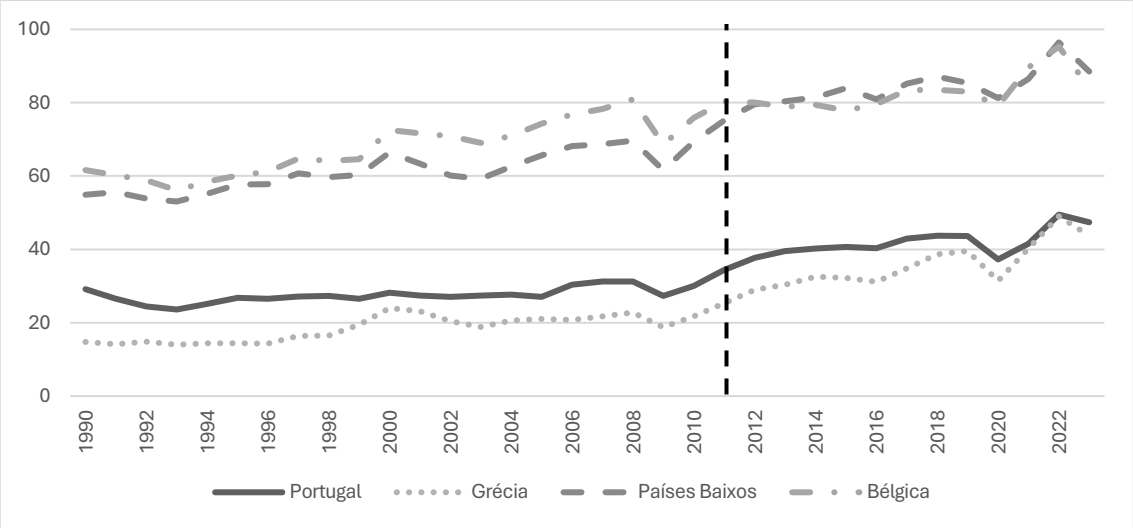


Figura 4.10: Exportações de bens e serviços (% PIB), 1990-2023
Fonte: World Bank, OCDE

A manutenção da capacidade de financiamento externo após o PAEF permitiu uma trajetória de redução contínua do stock de dívida externa líquida, conforme se observa na Figura 4.11. O indicador atingiu o seu valor máximo em 2014, cerca de 108% do PIB, e desde então tem vindo a reduzir-se de forma gradual e sustentada – ainda que com uma interrupção pontual em 2020 –, situando-se em cerca de 54% do PIB em 2023. Esta evolução representa uma correção estrutural significativa face aos níveis registados no pico do ajustamento.

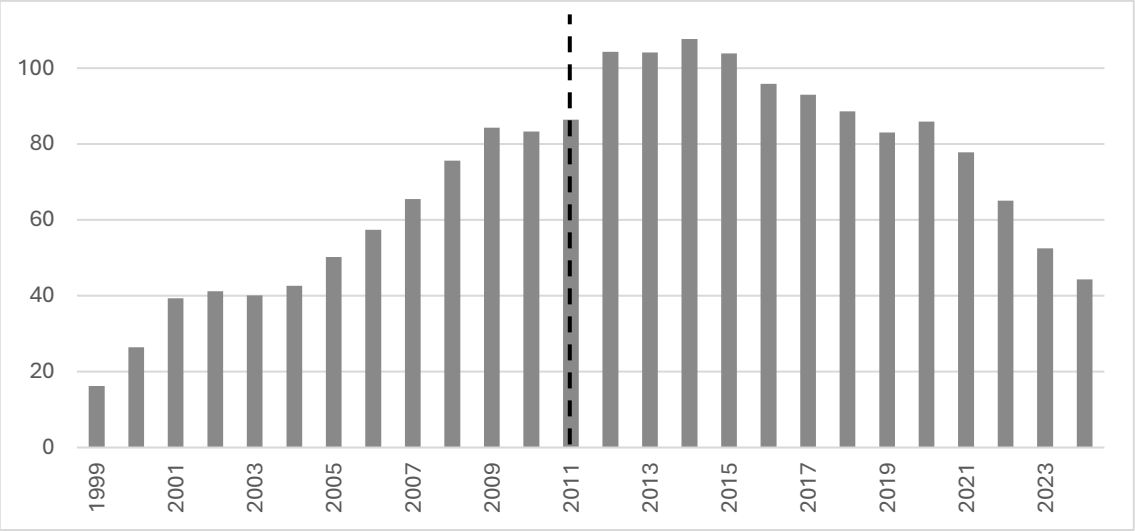


Figura 4.11: Dívida externa líquida de Portugal (% PIB), 1999-2024
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Tal como a dívida externa, a PLII (Figura 4.12) atingiu o seu valor mais desfavorável em 2014, com valor de cerca de -120% do PIB. Desde então recuperou gradualmente, atingindo cerca de -58% do PIB em 2024.

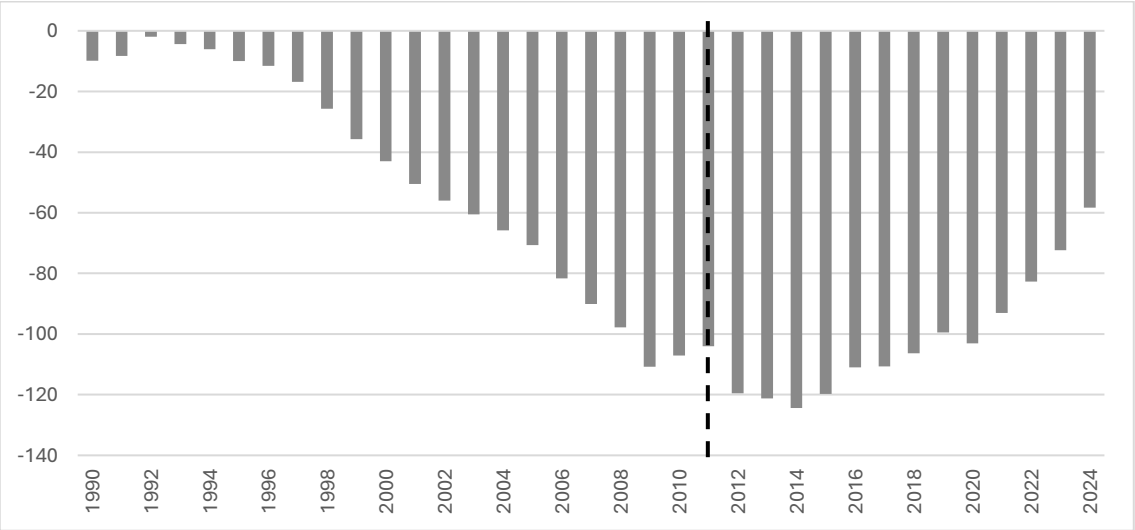


Figura 4.12: Posição líquida de investimento internacional de Portugal (% PIB), 1990-2024
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Em síntese, a evolução das contas externas portuguesas no período pós-PAEF revela uma alteração profunda no padrão anteriormente observado, com destaque para o fortalecimento da orientação exportadora e a redução da vulnerabilidade externa. A manutenção de saldos positivos, a desacumulação da dívida externa e a melhoria da PLII

refletem progressos relevantes. Contudo, a dimensão ainda elevada dos passivos externos líquidos e a menor integração em cadeias de valor globais, face a outras economias europeias, confirmam que o reforço da resiliência externa permanece um desafio estrutural.

4.4. A Liquidez da Economia

Conforme se descreverá ao longo da presente secção, o PAEF permitiu que os bancos portugueses superassem as restrições de liquidez a que estiveram sujeitos durante vários anos.

A evolução do crédito concedido ao setor não monetário evidencia uma mudança estrutural no modelo de financiamento da economia, assente numa menor dependência do setor bancário e numa maior seletividade na concessão de crédito. Como ilustra a Figura 4.13, o stock de crédito registou uma contração acentuada durante a implementação do PAEF – num contexto de desalavancagem do setor privado e de restrições no acesso ao financiamento –, tendo continuado a trajetória de diminuição de forma mais gradual até ao final da década. Desde então, tem-se assistido a um aumento do stock de crédito concedido, ainda que a um ritmo relativamente reduzido.

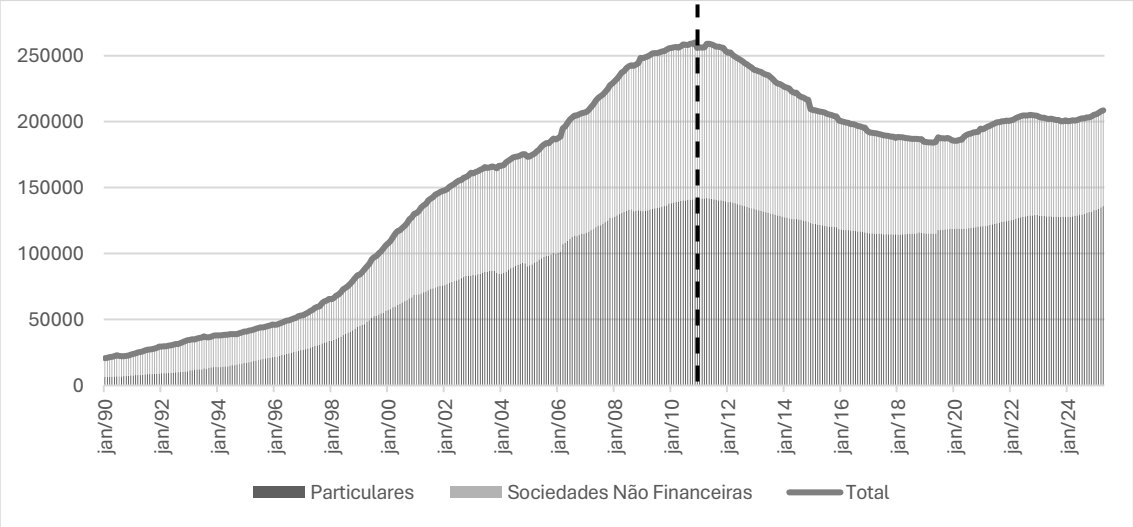


Figura 4.13: Crédito concedido pelo sistema bancário português ao setor não monetário (milhões de euros), 1990-2025

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Analisando por categorias, é notável que o crédito concedido ao setor empresarial foi o que mais diminuiu ao longo do período, refletindo a crescente diversificação do financiamento corporativo – como a emissão de dívida –, com menor dependência na banca

nacional. Adicionalmente, o facto de o crédito às famílias, especificamente para compra de habitação, exigir menos capital aos bancos, terá vindo a influenciar as decisões de concessão de crédito por parte do setor bancário.

Acompanhando a evolução do crédito, a dimensão do ativo do setor bancário português reduziu-se de forma expressiva até 2014, continuando a cair de forma moderada até 2019, altura em que começou a apresentar alguma recuperação (ver Figura 4.14).

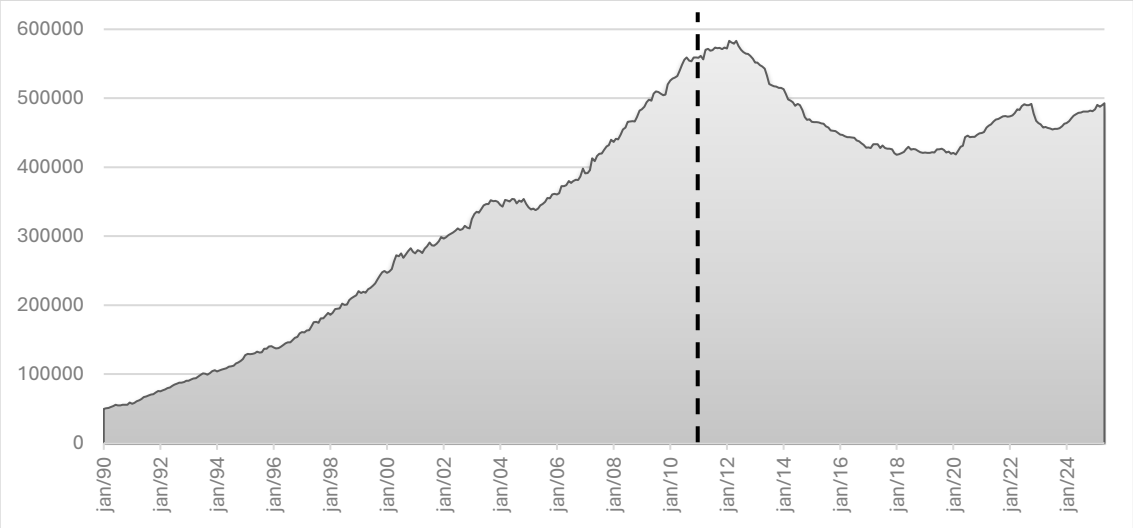


Figura 4.14: Dimensão do Ativo do sistema bancário português (milhões de euros), 1990-2025

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

O volume de depósitos do setor não monetário junto dos bancos portugueses (Figura 4.15) manteve uma tendência de crescimento ao longo de todo o período. Após um aumento marginal durante o PAEF, registou-se uma subida mais consistente na fase de recuperação económica. Embora esse aumento não tenha sido particularmente expressivo durante e após o ajustamento, a evolução díspar face ao crédito sugere uma maior acumulação líquida de poupança, com os bancos a aumentarem o rácio de transformação de depósitos em crédito.

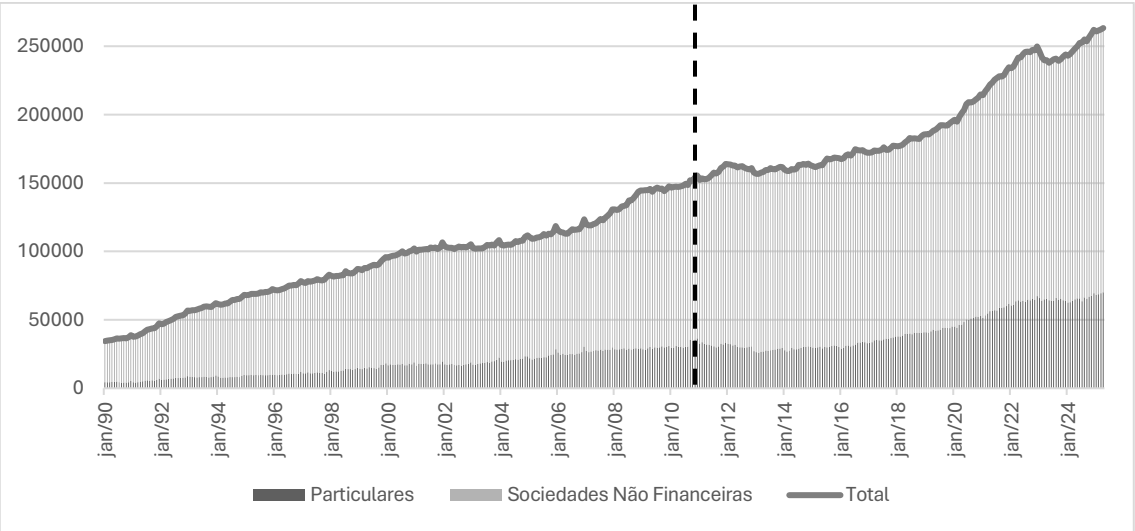


Figura 4.15: Depósitos do setor não monetário junto do sistema bancário português (milhões de euros), 1990-2025

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

A evolução das taxas de juro das novas operações de crédito e de depósitos, descrita na Figura 4.16, ajuda a compreender as tendências observadas naqueles dois agregados monetários. Apesar da orientação acomodatícia da política monetária do BCE desde 2011 e ao longo de toda a década (cf. Figura 4.8), a sua transmissão para as taxas praticadas em Portugal foi limitada nos primeiros anos, dada a fragmentação financeira da AE e a perceção de risco acrescido sobre a economia portuguesa.

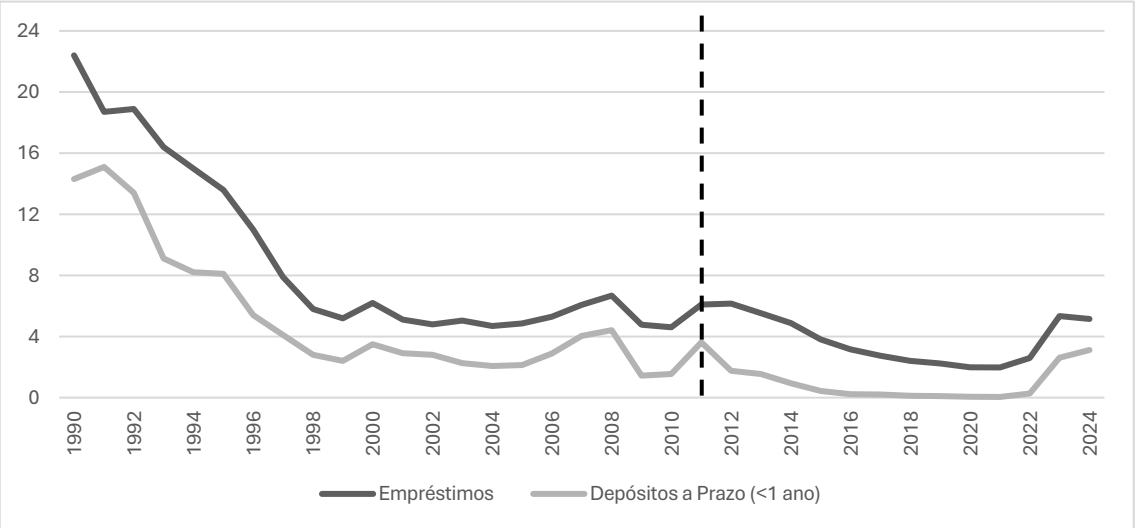


Figura 4.16: Taxas de juro das novas operações de sociedades não financeiras junto do setor bancário português (%), 1990-2024

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Com o término do programa e a redução dos prémios de risco, observou-se uma descida sustentada de ambas as taxas – seguindo a evolução das taxas de juro diretoras do BCE –, que se mantiveram em níveis historicamente baixos até 2021, antes de registarem uma subida rápida no período mais recente.

A dificuldade na transmissão da política monetária expansionista nos primeiros anos de ajustamento é visível na evolução do diferencial entre as taxas de juro praticadas pelo sistema bancário português e as correspondentes taxas de juro médias da AE (ver Figura 4.17). Entre 2011 e 2013, o diferencial manteve-se elevado, refletindo a perceção de risco acrescido sobre a economia portuguesa e as restrições de liquidez no sistema bancário. Após 2014, com a progressiva reintegração das instituições portuguesas nos mercados financeiros, os diferenciais foram diminuindo progressivamente, o que se traduziu na convergência das taxas de juro portuguesas para os níveis médios da AE.

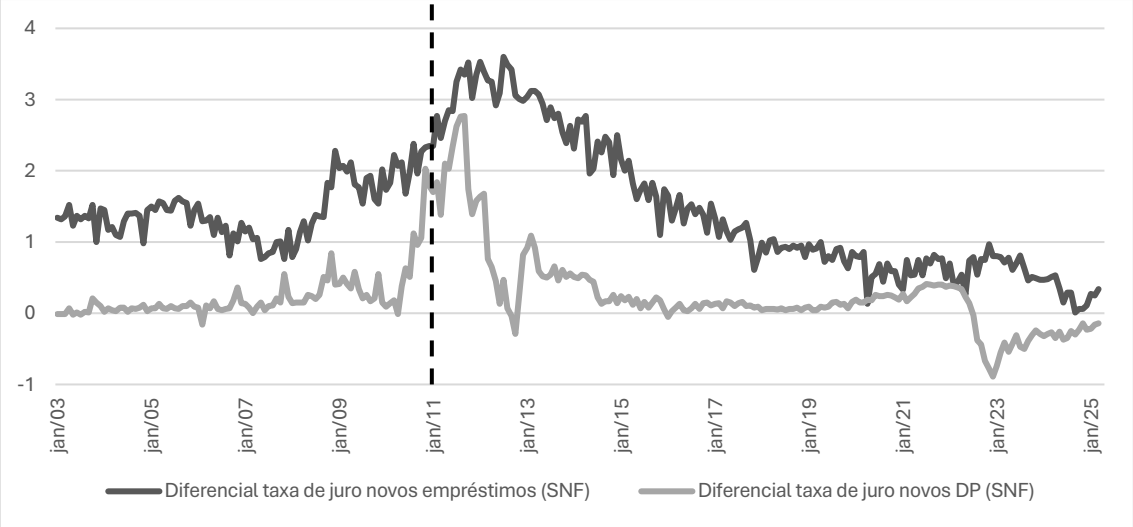


Figura 4.17: Diferencial das taxas de juro de novas operações de sociedades não financeiras praticadas pelo sistema bancário português face à média da AE (%), 2003-2025 [33]
Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Como descrito na secção 3.2, a inacessibilidade ao mercado interbancário europeu durante o PAEF levou a que os bancos portugueses se tornassem exclusivamente dependentes do financiamento do *Eurosistema* para fazer face às necessidades mais prementes de liquidez. Conforme se pode ver na Figura 4.18, o crédito obtido junto do BdP atingiu o seu máximo em 2012, ultrapassando os 60 mil milhões de euros. A partir de finais de 2013,

[33] Ver nota de rodapé nº 11.

com a dissipação dos riscos e o restabelecimento do acesso a financiamento privado, assistiu-se à rápida desacumulação deste stock até 2016, que se prolongou até ao final da década a um ritmo mais estável. Em 2020, num novo contexto de incerteza, primeiro com a pandemia Covid-19 e, de seguida, com a invasão da Ucrânia, o BCE efetuou operações que conduziram aumentos de liquidez em todo o sistema bancário da AE, Portugal incluído.

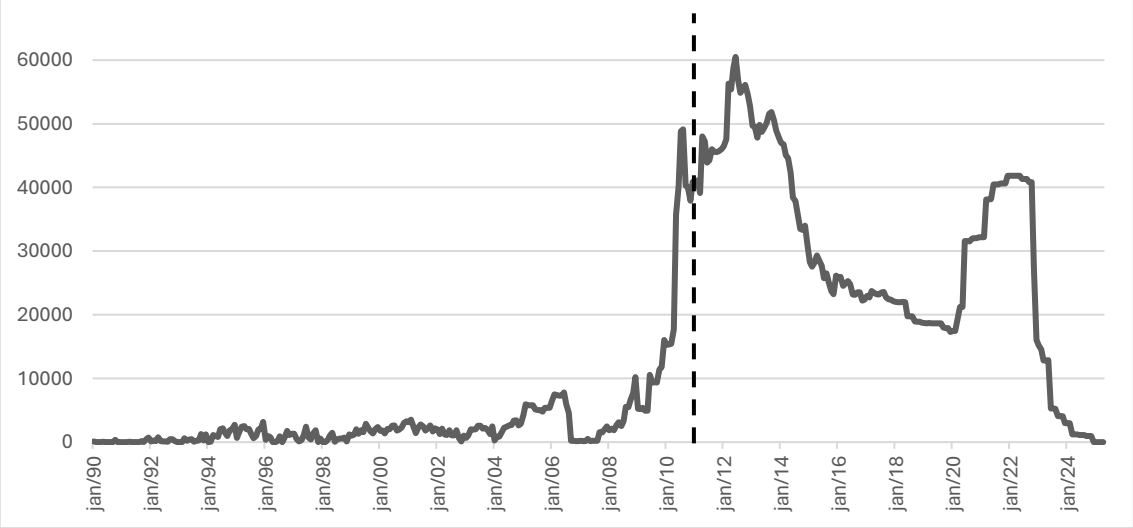


Figura 4.18: Stock de crédito obtido pelos bancos portugueses junto do Banco de Portugal (milhões de euros), 1990-2025

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Durante a implementação do PAEF, e mesmo após, os persistentes e elevados níveis de perdas por imparidades de crédito continuaram a afetar a rentabilidade do setor bancário português, tal como ilustra a Figura 4.19. Com a exceção de 2015, os resultados líquidos do setor bancário português permaneceram negativos até 2017, sendo particularmente desfavoráveis em 2014 e 2016 – anos marcados, respetivamente, pela resolução de um dos principais grupos bancários nacionais e pelo reforço das imparidades no âmbito do esforço de saneamento dos balanços, recomendado pelas autoridades de supervisão. A partir de 2018, com a melhoria da qualidade dos ativos e a diminuição progressiva do risco de crédito, os custos com imparidades diminuíram substancialmente, permitindo o regresso sustentado a resultados líquidos positivos.

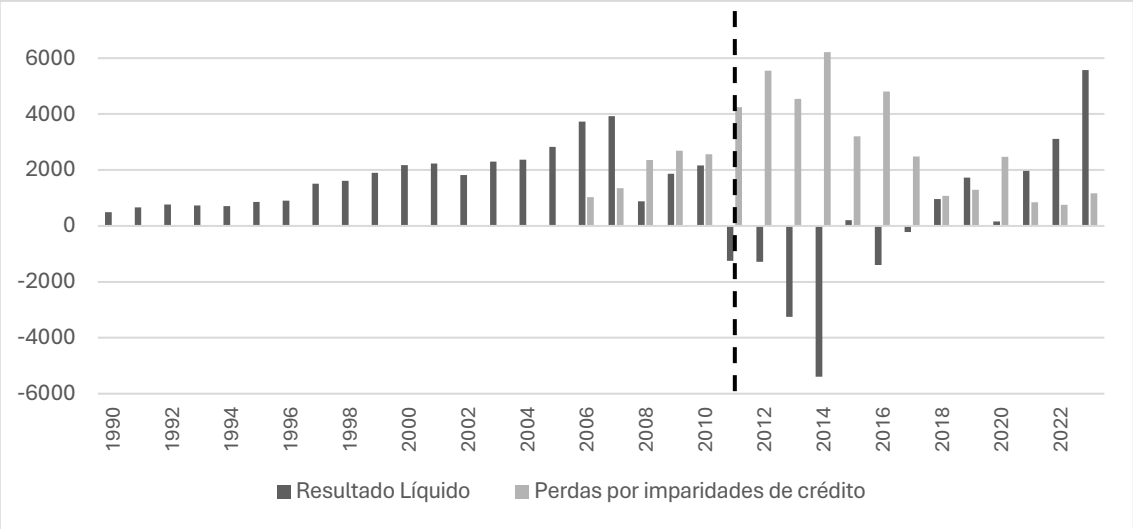


Figura 4.19: Resultados líquidos e perdas por imparidades de crédito do sistema bancário português (milhões de euros), 1990-2023 [34]

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Os elevados volumes de imparidades registados até meados do período, estão relacionados com os elevados rácios de empréstimos vencidos (ver Figura 4.20), cujo valor atingiu um máximo de 9% entre 2015 e 2016. A partir de 2017 começou-se a assistir a uma descida sustentada, impulsionada pela pressão regulatória e pelas medidas adotadas para resolver o crédito em risco – como a venda de carteiras de NPL, reestruturações de dívida e reorganização de balanços. O recurso às moratórias de crédito entre 2020 e 2021 evitou um novo agravamento dos incumprimentos e permitiu manter a tendência de correção do rácio NPL mesmo durante a pandemia, até atingir mínimos históricos atualmente, abaixo de 1,5%.

[34] Ver nota de rodapé nº 12.

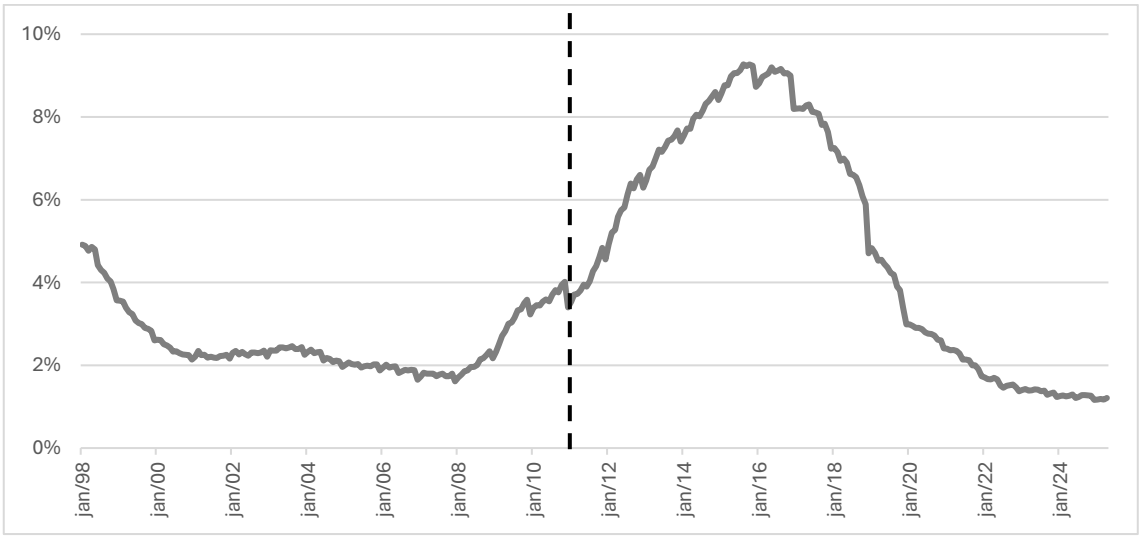


Figura 4.20: Rácio de crédito vencido no sistema bancário português (% do total da carteira de crédito), 1998-2025

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

Finalmente, a evolução do rácio CET1 (Figura 4.21) ilustra o reforço da capitalização do setor bancário português ao longo do período. Após o reforço dos níveis de capital durante o PAEF, o rácio seguiu uma trajetória tendencialmente ascendente, impulsionada pelas exigências regulatórias de Basileia III e da União Bancária, bem como pela redução de ativos ponderados pelo risco – decorrente da desalavancagem e alienação de ativos problemáticos. A partir de 2020, estabilizou em níveis historicamente elevados, próximos de 16% para o conjunto do sistema bancário português.

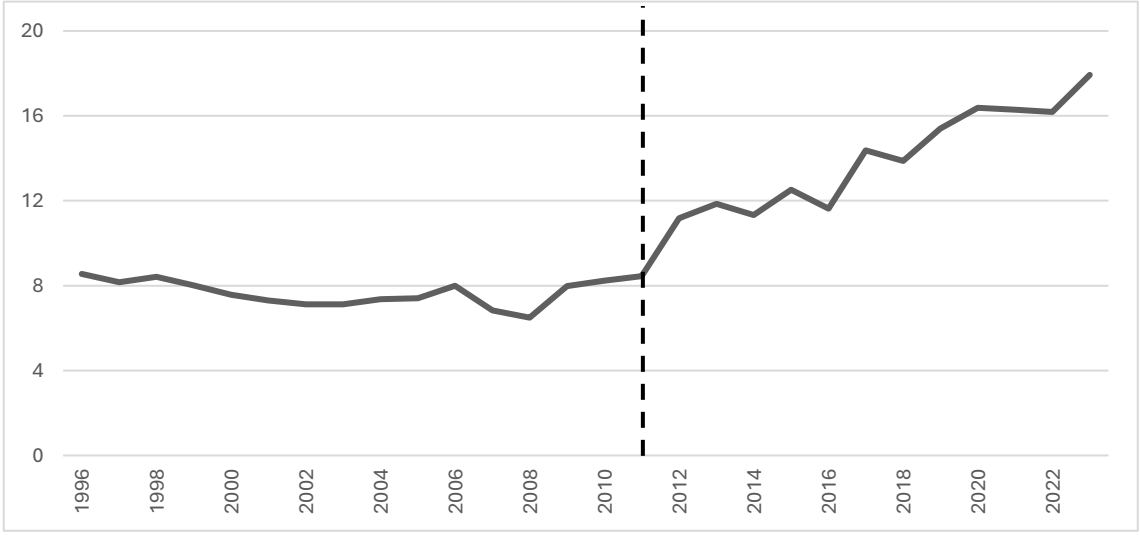


Figura 4.21: Rácio CET1 do sistema bancário português (%), 1996-2023

Fonte: BPStat - Banco de Portugal

5. Conclusões

A análise desenvolvida nesta dissertação procurou descrever a natureza dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados pela economia portuguesa nas décadas que conduziram ao inevitável pedido de assistência financeira externa em 2011, bem como a implementação do PAEF e o processo de recuperação ocorrido, trazendo-nos até à atualidade. Através duma abordagem narrativa, baseada na evolução dos principais agregados macroeconómicos desde 1990, identificaram-se os fatores institucionais que permitiram a acumulação prolongada dos desequilíbrios sem correção atempada, bem como as limitações ao ajustamento impostas pela adoção da moeda única.

Um dos principais fatores identificados foi o enquadramento financeiro que a integração monetária proporcionou a países da AE pouco competitivos e com regras e instituições de política macroeconómica frágeis. Conforme discutido no capítulo 2, a convergência de taxas de juro aquando da adesão ao euro, garantiu condições de financiamento particularmente favoráveis (tanto ao setor público como ao privado) que incentivaram o endividamento generalizado da economia portuguesa. Em vez de ser canalizado para investimento produtivo, esse endividamento perpetuou um modelo de crescimento já anteriormente identificado como insustentável, assente na expansão do crédito para investimento e consumo interno, pouco orientado para a aceleração da competitividade externa, o que ditou a ausência de convergência real com a UE (Giavazzi & Spaventa, 2010). Neste contexto de ausência de risco cambial e risco soberano, os fluxos de capital intra-UEM foram durante muitos anos tratados como se tivessem natureza de domésticos, o que permitiu o financiamento de sucessivos défices correntes e orçamentais, sem qualquer penalização significativa nos custos de financiamento (Chen et al., 2013; Lane, 2013; Obstfeld, 2013).

A referida acumulação de desequilíbrios foi favorecida não apenas pela eliminação do risco cambial, mas também pela própria governação económica da AE. Durante a primeira década de vida do euro, o foco das autoridades europeias centrou-se quase exclusivamente no controlo das contas públicas, consagrado nos critérios de Maastricht e operacionalizado através do PEC – e, mesmo assim, conforme a realidade veio a mostrar, de uma forma muito pouco eficaz (Schuknecht et al., 2011). Em contraste, os desequilíbrios externos – como os défices da balança corrente e o endividamento face ao exterior – foram sendo praticamente ignorados pelas instituições europeias, não havendo mecanismos eficazes para a sua

monitorização e correção (Delivorias, 2015). Só na sequência das graves crises em que alguns países acabaram por cair é que foi reconhecida a existência de várias lacunas, tendo a UE dado início a reformas institucionais, de que são exemplo o Procedimento por Desequilíbrios Macroeconómicos e o reforço da supervisão orçamental (Pacto Orçamental) e financeira (União Bancária) (Buti & Carnot, 2012; Ioannou et al., 2015).

Assim, pode-se afirmar que a arquitetura institucional da UEM tal como foi originalmente concebida, suprimiu mecanismos de correção automática (como a desvalorização nominal) mas não criou o enquadramento institucional capaz de incentivar a prudência macroeconómica dos Estados-membros, o que exacerbou os desequilíbrios até ao limite da rutura (Mongelli, 2013). Países com desequilíbrio externo e moeda própria, teriam estado sujeitos à disciplina de mercado, o qual teria imposto ajustamentos mais precoces. Nesses casos, pressões para desvalorização da moeda, aumento dos prémios de risco e retração dos fluxos de financiamento, teriam atuado como travões naturais à acumulação prolongada dos desequilíbrios. Já no contexto de moeda única, foi apenas quando ficou claro que o BCE não garantiria financiamento ilimitado, nem aos Estados nem aos respetivos sistemas bancários, no auge da crise europeia, que se reconheceu a insustentabilidade da posição externa de alguns países (De Grauwe, 2013). Ilustrando com o caso de Portugal, tanto os *spreads* da dívida pública como os das taxas de juro bancárias dispararam abruptamente a partir de 2009-2010, o que culminou numa interrupção abrupta dos fluxos de capital e obrigou o Estado português a solicitar assistência financeira externa de último recurso.

Na ausência de instrumentos cambiais e monetários próprios, o ajustamento então empreendido pela economia portuguesa deu-se por via interna, com base em políticas de austeridade orçamental, desvalorização interna (compressão dos custos laborais e não laborais) e implementação de reformas estruturais (Alcidi et al., 2016). Como tal, este processo revelou-se lento, socialmente oneroso e politicamente exigente, requerendo uma combinação de resiliência institucional e compromisso de longo prazo (Belke & Gros, 2017). O programa de ajustamento adotado por Portugal em 2011 contrasta com os programas de estabilização de 1978 e 1983, conduzidos quando Portugal ainda dispunha de moeda própria. Perante crises na balança de pagamentos, os ajustamentos assentaram (entre outras medidas) em desvalorizações cambiais significativas, que permitiram restaurar a competitividade externa e corrigir os défices correntes (Lopes, 1983; Schmitt, 1981). Embora eficazes em

termos imediatos, esses ajustamentos também comportaram custos relevantes, nomeadamente em termos de inflação e perda de poder de compra das famílias (Amaral, 2019).

Durante a crise ocorrida no contexto do euro, alguns economistas mostraram a sua oposição à abordagem por via do ajustamento interno, propondo a saída da União Monetária como a única solução viável, sustentando que a recuperação da soberania monetária permitiria restaurar rapidamente a competitividade externa, através da desvalorização nominal, com menor custo social (Feldstein, 2012). No entanto, tal proposta negligenciava limitações legais, como o facto de não existir qualquer enquadramento institucional que previsse uma saída ordenada do euro, assim como os riscos associados a uma transição abrupta para um novo regime monetário. Importa recordar que os ajustamentos de Portugal no século XX ocorreram num contexto em que ainda não vigorava a livre circulação de capitais, o que limitava a exposição a movimentos financeiros especulativos. Já no enquadramento europeu pós-1992, marcado pela plena liberalização dos movimentos de capitais dentro da UE, o regresso a uma hipotética moeda nacional colocaria o país em causa em risco imediato de fuga de capitais, motivada pelo receio de desvalorizações abruptas (Eichengreen, 2010; Obstfeld, 2013). Esta experiência acabou por ser vivida pela economia grega, a qual assistiu no período de ajustamento a enormes fugas de depósitos do sistema bancário local para o sistema bancário de outros países da AE, precisamente por antecipação a uma eventual conversão forçada de euros em "novos dracmas". Tal levou a um enorme problema de liquidez na Grécia, durante vários anos, tendo as autoridades locais, a partir de determinada altura, imposto limites diários aos levantamentos bancários por parte de particulares (Gourinchas et al., 2017).

O regresso a uma moeda doméstica apresentava outros problemas. Por exemplo, no caso de Portugal, a maior parte do elevado stock de dívida externa portuguesa (pública e privada) estava denominada em euros, pelo que qualquer desvalorização de uma nova moeda nacional seria especialmente onerosa, ao implicar a revalorização automática dos passivos externos, já que o euro passaria a ser tido como moeda estrangeira (Krugman, 2013). Acresce que, num cenário de saída da AE, os mercados passariam a exigir prémios de risco substanciais para continuar a financiar o Estado e o setor bancário, agravando o problema de liquidez. Nessas circunstâncias, não se poderia excluir a possibilidade de colapso do sistema financeiro nem o risco de *default* soberano.

Não obstante o debate referido, nenhum dos países em dificuldades levou a cabo qualquer tentativa de abandono do euro e os resultados dos programas de ajustamento devem ser avaliados à luz dos objetivos estabelecidos: reequilibrar as contas externas, restaurar a sustentabilidade orçamental e estabilizar o sistema financeiro, criando as condições necessárias para o regresso aos mercados em condições normais de financiamento.

No caso de Portugal, conforme documentado nos capítulos 3 e 4, um dos primeiros resultados notórios do ajustamento foi a recuperação da capacidade de financiamento face ao exterior. Este resultado refletiu, em grande medida, a drástica contração da procura interna e das importações durante a recessão (efeito rendimento), mas também ganhos de quota de mercado das exportações portuguesas. Nos anos seguintes, a consolidação dos saldos positivos da balança corrente permitiu a amortização gradual de dívida externa e a redução do respetivo peso no PIB, contribuindo igualmente para a melhoria da PLII. Não obstante, a posição externa líquida portuguesa ainda tem um valor substancialmente negativo nos dias de hoje, mantendo o país suscetível a choques financeiros adversos, embora em grau bem inferior ao registado num passado não muito distante.

Também nas finanças públicas se registaram progressos significativos. Embora a consolidação orçamental tenha sido mais morosa (em parte, devido aos constrangimentos de natureza social e legal enfrentados), os saldos orçamentais foram-se gradualmente aproximando do equilíbrio a partir de 2015, enquadrando-se nos critérios de Maastricht. Para além de refletir uma mudança estrutural no sentido de maior disciplina orçamental, esta evolução tem sustentado uma trajetória descendente do rácio da dívida pública, ainda que este se mantenha distante do limiar de referência europeu (60% do PIB).

No plano da atividade económica, apesar de severa recessão e dos elevados níveis de desemprego entre 2011 e 2013 – estes que são dos custos mais documentados como típicos de ajustamentos internos em contexto de uma união monetária (Stockhammer & Sotiropoulos, 2014; Pisani-Ferry et al., 2013) –, a retoma do crescimento revelou-se gradual mas sustentada ao longo do remanescente da década, sendo apenas interrompida pela crise pandémica. Contudo, o ritmo de crescimento do PIB tem-se revelado insuficiente para gerar convergência real com a média da UE (como evidenciado pela estagnação relativa do PIBpc), o que sinaliza a persistência de limitações estruturais no tecido produtivo e nos determinantes do crescimento potencial da economia portuguesa.

Em suma, pode-se concluir que é possível realizar programas de ajustamento económico bem-sucedidos no seio de uma união monetária, mesmo na ausência de instrumentos cambiais e monetários próprios. O caso português mostra que, embora o processo tenha implicado custos económicos e sociais relevantes – cuja análise detalhada extravasa o enquadramento macroeconómico desta dissertação –, os objetivos técnicos foram, em larga medida, alcançados. Os resultados obtidos evidenciam que o ajustamento interno pode constituir uma via para a correção de desequilíbrios, revelando-se preferível, nas circunstâncias observadas, à alternativa disruptiva de abandono da moeda única. O sucesso técnico, contudo, não elimina as fragilidades estruturais que continuam a limitar a convergência real da economia portuguesa, nem o risco do regresso de desequilíbrios. A experiência analisada sublinha, por isso, a importância de combinar o reforço contínuo da resiliência interna com uma governação económica europeia mais eficaz e preventiva, capaz de detetar e mitigar desequilíbrios antes de estes atingirem níveis críticos de (in)sustentabilidade.

Referências

Adão, B., & Pina, J. (2003). A experiência do escudo no MTC e a eficácia da gestão cambial. *Boletim Económico - Junho 2003*, 45–56. Banco de Portugal. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ab200306_p.pdf

Alcidi, C., Belke, A., Giovannini, A., & Gros, D. (2016). Macroeconomic adjustment programmes in the euro area: An overall assessment. *International Economics and Economic Policy, 13*(3), 345–358. https://doi.org/10.1007/s10368-016-0350-6

Alessandrini, P., Fratianni, M., Hughes Hallett, A., & Presbitero, A. F. (2014). External imbalances and fiscal fragility in the euro area. *Open Economies Review, 25*(1), 3-34. https://doi.org/10.1007/s11079-013-9305-5

Allen, W., & Moessner, R. (2013). The liquidity consequences of the Euro area sovereign debt crisis. *World Economics, 14*(1), 103–126. https://econpapers.repec.org/article/wejwldecn/548.htm

Amaral, L. (2019). The 1973 Crisis, the 1974 Revolution, and Their Effects on the Portuguese Economy. In, *The modern Portuguese economy in the twentieth and twenty-first centuries* (pp. 225-264). Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-24548-1_6

Arghyrou, M. G., & Kontonikas, A. (2012). The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 22*(4), 658–677. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2012.03.003

Baer, W., Dias, D. A., & Duarte, J. B. (2013). The economy of Portugal and the European Union: From high growth prospects to the debt crisis. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 53*(4), 345–352. https://doi.org/10.1016/j.qref.2012.06.002

Banco Central Europeu. (2009). *O Banco Central Europeu, o Eurosistema, o Sistema Europeu de Bancos Centrais*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_pt_webpt.pdf

Banco Central Europeu. (2011, 8 de dezembro). *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

Banco de Portugal. (1991). *Relatório do Conselho de Administração – 1990*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relatorioca1990.pdf

Banco de Portugal. (1992). *Relatório do Conselho de Administração – 1991*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relatorioca1991.pdf

Banco de Portugal. (1993). *Relatório do Conselho de Administração – 1992*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relatorioca1992.pdf

Banco de Portugal. (1994). *Relatório do Conselho de Administração – 1993*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relatorioca1993.pdf

Banco de Portugal. (2001). *Relatório Anual – 2000*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/rel_00_p.pdf

Banco de Portugal. (2002). *Relatório Anual – 2001*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/rel_01_p.pdf

Banco de Portugal. (2005). *Relatório Anual – 2004*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/rel_04_p.pdf

Banco de Portugal. (2010). *Relatório Anual – 2009*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/rel_09_p.pdf

Banco de Portugal. (2011). *Relatório Anual – 2010*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ra_10_p.pdf

Banco de Portugal. (2012). *Relatório Anual – 2011*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ra_11_p.pdf

Banco de Portugal. (2013). *Relatório Anual – 2012*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ra_12ep_p.pdf

Banco de Portugal. (2014). *Boletim Económico – Abril 2014.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/bol_econ_abril2014_p.pdf

Banco de Portugal. (2015). *Boletim Económico – Maio 2015.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/bol_econ_maio2015_p.pdf

Banco de Portugal. (2016). *Boletim Económico – Maio 2016.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/bol_econ_mai2016_p.pdf

Banco de Portugal. (2017). *Boletim Económico – Maio 2017.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_mai2017_p.pdf

Banco de Portugal. (2018). *Boletim Económico – Maio 2018.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_maio2018_p.pdf

Banco de Portugal. (2019). *Boletim Económico – Maio 2019.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_mai2020_p.pdf

Banco de Portugal. (2020). *Boletim Económico – Maio 2020.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_mai2020_p.pdf

Banco de Portugal. (2021). *Boletim Económico – Maio 2021.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_mai2021_p.pdf

Banco de Portugal. (2022). *Boletim Económico – Maio 2022.* https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_mai2022_p.pdf

Banco de Portugal. (2023). *Relatório do Conselho de Administração – 2022*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/relatorio_atividade_contas_2022_pt.pdf

Banco de Portugal. (2024). *Relatório do Conselho de Administração –2023*. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/documents/2024-05/relatorio_atividade_contas_2023_pt.pdf

Barradas, R., Lagoa, S., Leão, E., & Mamede, R. P. (2018). Financialization in the European Periphery and the Sovereign Debt Crisis: The Portuguese Case. *Journal of Economic Issues, 52*(4), 1056–1083. https://doi.org/10.1080/00213624.2018.1527589

Belke, A., & Gros, D. (2017). Optimal adjustment paths in a monetary union. *Economic Modelling, 67*, 338–345. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.02.011

Blanchard, O. (2007). Adjustment within the euro: The difficult case of Portugal. *Portuguese Economic Journal, 6*(1), 1–21. https://doi.org/10.1007/s10258-006-0015-4

Braz, C., Campos, M. M., Correia da Cunha, J., Moreira, S., & Coutinho Pereira, M. (2009). Finanças públicas em Portugal: tendências e desafios. In Departamento de Estudos Económicos (Ed.), *A economia portuguesa no contexto da integração económica, financeira e monetária* (pp. 339–416). Banco de Portugal. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/publica%C3%A7%C3%A3o%20completa.pdf

Buti, M., & Carnot, N. (2012). The EMU Debt Crisis: Early Lessons and Reforms. *Journal of Common Market Studies, 50*(6), 899–911. https://doi.org/10.1111/j.1468-5965.2012.02288.x

Caetano, M. (2022, 15 de setembro). *Manif da TSU: 10 anos depois*. Jornal de Negócios. https://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/inevitavel-e-toxica-a-tsu-nunca-mais-mexeu

Chen, R., Milesi-Ferretti, G. M., & Tressel, T. (2013). External imbalances in the eurozone. *Economic Policy, 28*(73), 101–142. https://doi.org/10.1111/1468-0327.12004

Comissão das Comunidades Europeias. (1983). *The European Monetary System* (European File No. 4/83). Serviço das Publicações da União Europeia. https://op.europa.eu/pt/publication-detail/-/publication/5d264f49-6f21-48ed-a5c4-583e17388761

Comissão Europeia. (2011a). *The Economic Adjustment Programme for Portugal*. (European Economy Occasional Papers No. 79). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp79_en.pdf

Comissão Europeia. (2011b). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – First Review – Summer 2011*. (European Economy Occasional Papers No. 83). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp83_en.pdf

Comissão Europeia. (2011c). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Second Review – Autumn 2011*. (European Economy Occasional Papers No. 89). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp89_en.pdf

Comissão Europeia. (2012a). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Third Review – Winter 2011/2012*. (European Economy Occasional Papers No. 95). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp95_en.pdf

Comissão Europeia. (2012b). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Fourth Review – Spring 2012*. (European Economy Occasional Papers No. 111). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp111_en.pdf

Comissão Europeia. (2012c). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Fifth Review – Summer 2012*. (European Economy Occasional Papers No. 117). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp117_en.pdf

Comissão Europeia. (2012d). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Sixth Review – Autumn 2012*. (European Economy Occasional Papers No. 124). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp124_en.pdf

Comissão Europeia. (2013a). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Seventh Review – Winter 2012/2013*. (European Economy Occasional Papers No. 153). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp153_en.pdf

Comissão Europeia. (2013b). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Eighth and Ninth Review – Spring and Summer 2013*. (European Economy Occasional Papers No. 164). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp164_en.pdf

Comissão Europeia. (2014a). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Tenth Review – Autumn 2013*. (European Economy Occasional Papers No. 171). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp171_en.pdf

Comissão Europeia. (2014b). *The Economic Adjustment Programme for Portugal – Eleventh Review – Winter 2013/2014*. (European Economy Occasional Papers No. 191). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp191_en.pdf

Comissão Europeia. (2019). *Uma moeda para a Europa*. Serviço das Publicações da União Europeia. https://doi.org/10.2765/67177

Comissão Europeia. (n.d.). *Excessive Deficit Procedures – Portugal*. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/stability-and-growth-pact/corrective-arm-excessive-deficit-procedure/excessive-deficit-procedures-overview/portugal_en

Conselho das Finanças Públicas. (2015). *Análise da conta das administrações públicas 2014* (Relatório n.º 4/2015). https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/relatorio-4-2015-analise-da-conta-das-administracoes-publicas.pdf

Conselho das Finanças Públicas. (2017). *Análise da conta das administrações públicas 2016* (Relatório n.º 3/2017). https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/cfp-relatorio-03-2017.pdf

Conselho das Finanças Públicas. (2018). *Análise da conta das administrações públicas 2017* (Relatório n.º 4/2018). https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/cfp-relatorio-04-2018.pdf

Conselho das Finanças Públicas. (2019). *Evolução orçamental das administrações públicas 2018* (Relatório n.º 6/2019). https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/cfp-rel-06-2019.pdf

Conselho das Finanças Públicas. (2021). *Evolução orçamental das administrações públicas em 2020* (Relatório n.º 4/2021). https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/cfp-rel-4-2021.pdf

Conselho das Finanças Públicas. (2024). *Evolução orçamental das administrações públicas em 2023* (Relatório n.º 5/2024). https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/cfp-rel-05-2024_ap2023.pdf

De Grauwe, P. (2013) *Design failures in the Eurozone: Can they be Fixed?* (LEQS Discussion Paper No. 57). https://doi.org/10.2139/ssrn.2215762

De Santis, R. A. (2014). The euro area sovereign debt crisis: Identifying flight-to-liquidity and the spillover mechanisms. *Journal of Empirical Finance, 26*(2014), 150–170. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.12.003

Delivorias, A. (2015). *European economic governance: State of play and reform proposals* (European Parliamentary Research Service In-Depth Analysis, PE 571.319). Serviço das Publicações da União Europeia https://doi.org/10.2861/118019

Eichengreen, B. (2010). The breakup of the Euro Area. In A. Alesina & F. Giavazzi (Eds.), *Europe and the Euro* (pp. 11–51). National Bureau of Economic Research; University of Chicago Press. http://www.nber.org/chapters/c11654.pdf

Esteves, P. S., Ribeiro, N., Coucinho, A., Nascimento, B., Ramos, C., Rodrigues, L., & Torre, R. (2019). *Séries Longas Setor Bancário Português 1990-2018: Apresentação e notas metodológicas*. Banco de Portugal. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/series_longas_setor_bancario_portugues.pdf

Estrutura de Acompanhamento dos Memorandos (ESAME). (2014). *A gestão do Programa de Ajustamento 2011–2014*. Governo de Portugal. https://www.historico.portugal.gov.pt/media/1442137/20140508%20seapm%20gestao%20paef.pdf

Feldstein, M. (2012). The Failure of the Euro: The Little Currency That Couldn't. *Foreign Affairs, 91*(1), 105–116. http://www.jstor.org/stable/23217153

Felke, R., & Eide, S. (2014). Export-driven adjustment in Portugal. *Intereconomics*, *49*(3), 170–178. https://doi.org/10.1007/s10272-014-0497-8

Fundo Monetário Internacional. (2011a). *Directório Executivo do FMI aprova acordo de 26 mil milhões de euros com Portugal no âmbito do Programa de Financiamento Ampliado* (Comunicado de Imprensa N.º 11/190). Departamento de Relações Externas. https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11190.htm

Fundo Monetário Internacional. (2011b). *Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility* (IMF Country Report No. 11/127). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11127.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2011c). *Portugal: First Review Under the Extended Arrangement* (IMF Country Report No. 11/279). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11279.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2011d). *Portugal: Second Review Under the Extended Arrangement* (IMF Country Report No. 11/363). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11363.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2012a). *Portugal: Third Review Under the Extended Arrangement and Request for Waiver of Applicability of End-March Performance Criteria* (IMF Country Report No. 12/77). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1277.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2012b). *Portugal: Fourth Review Under the Extended Arrangement and Request for a Waiver of Applicability of End-June Performance Criteria* (IMF Country Report No. 12/179). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12179.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2012c). *Portugal: Fifth Review Under the Extended Arrangement and Request for Waivers of Applicability and Nonobservance of End-September Performance Criteria* (IMF Country Report No. 12/292). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12292.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2013a). *Portugal: 2012 Article IV Consultation and Sixth Review Under the Extended Arrangement and Request for Waivers of Applicability of End-December Performance Criteria* (IMF Country Report No. 13/18). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1318.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2013b). *Portugal: Seventh Review Under the Extended Arrangement and Request for Modification of End-June Performance Criteria* (IMF Country Report No. 13/160). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13160.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2013c). *Portugal: Eighth and Ninth Reviews Under the Extended Arrangement and Request for Waivers of Applicability of End-September Performance Criteria* (IMF Country Report No. 13/324). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13324.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2014a). *Portugal: Tenth Review Under the Extended Arrangement and Request for Waivers of Applicability of End-December Performance Criteria* (IMF Country Report No. 14/56). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1456.pdf

Fundo Monetário Internacional. (2014b). *Portugal: Eleventh Review Under the Extended Arrangement and Request for Extension of the Arrangement and Rephasing of the Remaining Disbursements.* (IMF Country Report No. 14/102). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14102.pdf

Giavazzi, F., & Spaventa, L. (2010). *Why the Current Account Matters in a Monetary Union: Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area* (CEPR Discussion Paper No. DP8008). Centre for Economic Policy Research. https://ssrn.com/abstract=1707898

Gómez-Puig, M., & Sosvilla-Rivero, S. (2016). Causes and hazards of the euro area sovereign debt crisis: Pure and fundamentals-based contagion. *Economic Modelling, 56*(2016), 133-147. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.03.017

Gourinchas, P. O., Philippon, T., & Vayanos, D. (2017). The Analytics of the Greek Crisis. *NBER Macroeconomics Annual, 31*(1), 1–81. https://doi.org/10.1086/690239

Ioannou, D., Leblond, P., & Niemann, A. (2015). European integration and the crisis: Practice and theory. *Journal of European Public Policy, 22*(2), 155–176. https://doi.org/10.1080/13501763.2014.994979

Jaumotte, F., & Sodsriwiboon, P. (2010). *Current account imbalances in the Southern Euro Area* (IMF Working Paper No. 10/139). https://ssrn.com/abstract=1627074

Krugman, P. (2013). Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual, 27*(1), 439–448. https://doi.org/10.1086/669188

Lane, P. R. (2012). The European sovereign debt crisis. *Journal of Economic Perspectives, 26*(3), 49–68. https://doi.org/10.1257/jep.26.3.49

Lane, P. R. (2013). *Capital flows in the euro area* (European Economy Economic Paper No. 497). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros, Comissão Europeia. https://doi.org/10.2765/43795

Lopes, J. S. (1983). IMF conditionality in the stand-by arrangement with Portugal of 1978. *Estudos de Economia, 3*(2), 141–166. http://hdl.handle.net/10400.5/9773

Merler, S., & Pisani-Ferry, J. (2012). Sudden Stops in the Euro Area. *Review of Economics and Institutions, 3*(3), 1–23. https://doi.org/10.5202/rei.v3i3.97

Mongelli, F. P. (2013). *The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance between "Sceptics" and "Advocates" Shifting?* (ECB Occasional Paper No. 144). Banco Central Europeu. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2217605

Nunes, J., & Montanheiro, L. (1997). Privatisation in Portugal: An insight into the effects of a new political strategy. *Competitiveness Review, 7*(2), 59–78. https://doi.org/10.1108/eb046354

Obstfeld, M. (2013). *Finance at center stage: Some lessons of the Euro crisis* (European Economy Economic Paper No. 493). Direção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros, Comissão Europeia. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp493_en.pdf

Pisani-Ferry, J., Sapir, A., & Wolff, G. B. (2013). *EU-IMF assistance to euro area countries: An early assessment* (Bruegel Blueprint No. 779). Bruegel. https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/1869_Blueprint_XIX_-_web__.pdf

Público. (2012, 7 de setembro). *A comunicação de Passos Coelho ao país na íntegra*. Público. https://www.publico.pt/2012/09/07/economia/noticia/a-comunicacao-de-passos-coelho-ao-pais-na-integra-1562138

Reis, R. (2013). The Portuguese slump and crash and the Euro crisis. *Brookings Papers on Economic Activity, 46*(1), 143–210. https://doi.org/10.1353/eca.2013.0005

RTP. (2012, 3 de outubro). *Vítor Gaspar admite "enorme aumento" de impostos*. RTP Notícias. https://www.rtp.pt/noticias/politica/vitor-gaspar-admite-enorme-aumento-de-impostos_v592349

Sabol, M., & Loi, G. (2025). *A história da União Económica e Monetária*. Parlamento Europeu. https://www.europarl.europa.eu/erpl-app-public/factsheets/pdf/pt/FTU_2.6.1.pdf

Schmitt, H. O. (1981). *Economic stabilization and growth in Portugal* (IMF Occasional Paper No. 2). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781557750617.084

Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P., & Stark, J. (2011). *The Stability and Growth Pact: Crisis and reform* (ECB Occasional Paper No. 129). Banco Central Europeu. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1791598

Shambaugh, J. C. (2012). The Euro's three crises. *Brookings Papers on Economic Activity, 2012*(1), 157–231. https://doi.org/10.1353/eca.2012.0006

Silvapulle, P., Fenech, J. P., Thomas, A., & Brooks, R. (2016). Determinants of sovereign bond yield spreads and contagion in the peripheral EU countries. *Economic Modelling, 58*, 83–92. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.05.015

Stockhammer, E., & Sotiropoulos, D. (2014). Rebalancing the Euro Area: The Costs of Internal Devaluation. *Review of Political Economy, 26*(2), 210–233. https://doi.org/10.1080/09538259.2014.881011

Unger, R. (2017). Asymmetric credit growth and current account imbalances in the euro area. *Journal of International Money and Finance, 73*, 435–451. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.02.017

União Europeia. (n.d.). *Pacto de Estabilidade e Crescimento*. https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/glossary/stability-and-growth-pact.html

Anexos

Anexo I: Medidas de Reforma Estrutural, 2011

Área de intervenção	Medidas implementadas	Finalidade
Gestão das Finanças Públicas (GFP)	- Criação do Conselho das Finanças Públicas (CFP) [35] - Reforço dos mecanismos de controlo da despesa - Introdução do Documento de Estratégia Orçamental de médio prazo - Inclusão de relatórios sobre pagamentos em atraso e riscos orçamentais no OE	Reforçar a transparência e disciplina orçamental
Finanças Regionais e Locais	- Elaboração de um PAEF para a Região Autónoma da Madeira - Revisão dos quadros orçamentais regionais e locais	Corrigir subnotificações e limitar endividamento subnacional
Administração Tributária (AT)	- Aprovação do Plano Estratégico de Combate à Fraude e Evasão Fiscais e Aduaneiras	Aumentar a equidade e eficácia na cobrança de impostos
Setor Empresarial do Estado (SEE)	- Apresentação do plano estratégico para o SEE - Identificação e preparação de renegociação de contratos PPP onerosos	Restaurar sustentabilidade financeira e eficiência do setor público empresarial
Privatizações	- Abolição das *golden shares* - Preparação da venda das participações públicas na REN e EDP [36]	Reduzir intervenção do Estado na economia e promover concorrência
Setor dos Transportes e Infraestruturas	- Aprovação do Plano Estratégico dos Transportes	Reformas dos setores portuário e ferroviário
Setor Energético	- Lançamento de um pacote de medidas estruturais (no valor de 2,1mM de euros), para o sistema elétrico nacional	Diminuição progressiva do elevado défice tarifário

[35] O CFP apresenta-se como "uma Instituição Orçamental Independente que fiscaliza o cumprimento das regras orçamentais em Portugal e a sustentabilidade das finanças públicas". (https://www.cfp.pt/pt/cfp)
[36] Em dezembro de 2011, procedeu-se à venda de 21,35% da EDP, pelo valor de 2,7mM de euros.

Anexo II: Medidas de Reforma Estrutural, 2012

Área de intervenção	Medidas implementadas	Finalidade
GFP	- Extensão da Lei dos Compromissos e Pagamentos em Atraso a todos os níveis da AP - Imposição de limites de caixa intra-anuais por categoria de despesa	Reforçar dos mecanismos de controlo e transparência orçamental
Finanças regionais e locais	- Propostas de revisão das Leis das Finanças Locais (LFL) e Regionais (LFR) - Implementação do PAEF da Madeira sob vigilância apertada	Descentralização orçamental; evitar derrapagens financeiras futuras
Administração Pública (AP)	- Programa de Redução e Melhoria da Administração Central - Projeto de gestão de recursos humanos partilhada (GeRHup) - Nova Lei-Quadro das Fundações	Racionalizar estruturas e reduzir despesa administrativa
Administração Fiscal	- Criação da Autoridade Tributária e Aduaneira (fusão das 3 Direções-Gerais responsáveis pela gestão dos impostos)	Modernizar os serviços tributários e melhorar eficiência de recursos
SEE, PPPs e Privatizações	- Avanço no plano de reestruturação do SEE de PPPs - Início das renegociações dos contratos de PPPs - Prosseguimento do programa de privatizações[37]	Reduzir intervenção do Estado na economia e promover a sustentabilidade das finanças públicas
Saúde	- Reformas centradas na viabilidade financeira e eficiência operacional do SNS	Melhorar sustentabilidade do setor da saúde
Mercado de Trabalho	- Revisão do Código do Trabalho (incl. banco de horas) - Alterações às regras de cessação e *layoff* - Reforma do subsídio de desemprego (redução do tempo mínimo contributivo e da duração dos apoios) - Promoção de Políticas Ativas no Mercado de Trabalho (PAMT), como o programa Impulso Jovem	Aumentar flexibilidade laboral e incentivar o reingresso no mercado de trabalho
Justiça	- Revisão do Código de Processo Civil - Novos modelos de gestão dos tribunais - Lançamento da reforma do mapa judiciário	Aumentar celeridade e eficiência do sistema judicial

[37] Em fevereiro de 2012 foi vendida uma participação de 40% na REN pelo valor de 583M de euros; e, no final do mesmo ano, foi alienada a participação da CGD de 1% na Galp, pelo valor de 101M de euros, assim como a HPP Saúde (negócio hospitalar da CGD) pelo valor de 85,6M de euros.

Área de intervenção	Medidas implementadas	Finalidade
Setor Energético	- Medidas para viabilizar financeiramente o sistema elétrico - Integração dos mercados ibéricos de eletricidade (MIBEL) e gás (MibGás)	Reduzir rendas excessivas e liberalização do mercado
Setor Portuário	- Nova Lei do Trabalho Portuário - Revisão dos contratos de concessão de operações portuárias	Aumentar a flexibilidade laboral e reduzir custos operacionais
Habitação e reabilitação urbana	- Alteração do regime de tributação de bens imóveis - Proposta de revisão da Lei do Arrendamento Urbano	Dinamizar o mercado de arrendamento e simplificar procedimentos de reabilitação
Concorrência e regulação	- Nova Lei da Concorrência - Criação do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão - Revisão das regras para profissões regulamentadas - Simplificação dos requisitos de licenciamento	Promover concorrência e eliminar barreiras administrativas ao investimento

Anexo III: Medidas de Reforma Estrutural, 2013

Área de intervenção	Medidas implementadas	Finalidade
GFP	- Transposição dos princípios contidos no «Pacto Orçamental Europeu» para a legislação nacional	Reforçar a coordenação da política económica na AE
SEE	- Manutenção do equilíbrio operacional (atingido em 2012) - Reforço da gestão financeira e operacional	Consolidar sustentabilidade das empresas públicas
Privatizações	- Prosseguimento do programa de privatizações [38]	Diversificar fontes de financiamento do Estado
Administração Fiscal	- Desburocratização dos procedimentos aduaneiros nas exportações - Reforma do IRC - «Regime excecional de regularização de dívidas à AT e à Segurança Social» (em vigor entre nov. e dez.)	Estimular atividade económica e aumentar receita pública
Saúde	- Continuação das reformas hospitalar e do medicamento - Promoção da concorrência entre prestadores públicos e privados	Aumentar eficiência e viabilidade financeira do SNS
Mercado de trabalho, emprego e educação	- Limitação dos incentivos à impugnação judicial do despedimento - Descentralização da negociação salarial - Reforço do IEFP e das PAMT - Criação das «escolas profissionais de referência»	Flexibilizar legislação laboral e reforçar sistemas de apoio à empregabilidade
Setor Energético	- Eliminação das tarifas reguladas para novos clientes de eletricidade e gás - Revisão dos estatutos do regulador energético (ERSE) - Lançamento do segundo pacote de medidas para reduzir o défice tarifário (1,4mM de euros) - Introdução da «Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético» no OE2014 (NOTA)	Liberalizar o setor e reduzir o défice tarifário
Setor dos Transportes e Infraestruturas	- Conclusão das reformas ferroviária e portuária - Atualização do quadro regulatório do setor	Reforçar eficiência e atratividade do setor dos transportes

[38] Em fevereiro de 2013 a ANA foi vendida por cerca de 3,1mM de euros, e foi alienada a participação remanescente de 4,1% do capital social da EDP por 356M de euros; no final do ano, realizou-se a OPV dos CTT, combinada com uma venda direta institucional, lançando em bolsa 70% do capital da empresa que permitiu um encaixe financeiro de 579M de euros.

Área de intervenção	Medidas implementadas	Finalidade
Concorrência e regulação	- Abertura do setor dos serviços a novos operadores, através da transposição da «Diretiva Serviços» para a legislação nacional - Flexibilização do acesso a profissões regulamentadas - Aprovação da Lei-Quadro das Autoridades Reguladoras Nacionais - Implementação do programa «Licenciamento Zero»	Reforçar concorrência, reduzir barreiras administrativas e garantir independência regulatória