

# DÍVIDA EXTERNA DE PORTUGAL:

Diagnóstico e o contributo de uma  
Política Pública Estruturante

**RICARDO CABRAL**  
**JOÃO ALCOBIA**  
**CAROLINA SARAIVA**



**CCP**

CONFEDERAÇÃO  
DO COMÉRCIO E SERVIÇOS  
PORTUGAL

# **DÍVIDA EXTERNA DE PORTUGAL:**

**DIAGNÓSTICO E O CONTRIBUTO  
DE UMA POLÍTICA PÚBLICA  
ESTRUTURANTE**



# **DÍVIDA EXTERNA DE PORTUGAL:**

## **DIAGNÓSTICO E O CONTRIBUTO DE UMA POLÍTICA PÚBLICA ESTRUTURANTE**

**RICARDO CABRAL,  
JOÃO ALCOBIA  
E CAROLINA SARAIVA**

## **FICHA TÉCNICA**

Título: *Dívida externa de Portugal:*

*Diagnóstico e o contributo de uma política pública estruturante*

Autores: *Ricardo Cabral, João Alcobia e Carolina Saraiva*

Capa: *Patrícia Cabral*

1.<sup>a</sup> edição: *Novembro 2025*

Depósito Legal: *548 112/25*

Execução gráfica: *Gráfica Manuel Barbosa & Filhos, Lda.*

## **AGRADECIMENTOS**

A concretização deste livro não teria sido possível sem o apoio generoso e a colaboração de diversas pessoas e instituições.

Em primeiro lugar, destacamos o papel determinante da Confederação do Comércio e Serviços de Portugal (CCP) e do seu Presidente, Dr. João Vieira Lopes e do seu Coordenador do Gabinete de Estudos e Projetos, Dr. José Cortez. O incentivo e o apoio logístico e financeiro da CCP foram essenciais para viabilizar este projeto. Em particular, a visão do Dr. José Cortez de promover uma reflexão crítica e políticas económicas sustentáveis foi uma fonte constante de inspiração. Também gostaríamos de salientar o apoio imprescindível e continuado da Secretária Geral da CCP, Dra. Ana Vieira, bem como do Dr. Hugo Oliveira para a concretização deste estudo.

Agradecemos também a Ana Vieira, José Cortez, Hugo Oliveira, João Amador, João Rodrigues, Ricardo Sousa e Ricardo Paes Mamede pelos valiosos comentários e sugestões às versões anteriores deste estudo, que o enriqueceram significativamente.

A análise e as propostas apresentadas neste livro são da exclusiva responsabilidade dos autores, não vinculando nem devendo ser atribuídos à CCP.



## ÍNDICE

PREFÁCIO .....	13
SUMÁRIO EXECUTIVO .....	15
1. INTRODUÇÃO .....	19
2. HISTÓRIA DA DÍVIDA EXTERNA DE PORTUGAL .....	21
3. FATORES QUE EXPLICAM O CRESCIMENTO DA DÍVIDA EXTERNA .....	63
4. ESTRATÉGIAS PARA A REDUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA .....	87
5. MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PROPOSTAS .....	137
6. CONCLUSÕES .....	191
7. REFERÊNCIAS .....	197





## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 – Ranking de países mais endividados ao exterior ordenados pela posição de investimento internacional líquida (em % do PIB) .....	28
Figura 2.2 – Dívida externa bruta (em % do PIB) .....	30
Figura 2.3 – Dívida externa líquida (em % do PIB) .....	31
Figura 2.4 – Dívida externa líquida (em milhares de milhões de euros) .....	32
Figura 2.5 – Posição de investimento internacional líquida (% do PIB) .....	33
Figura 2.6 – Posição de investimento internacional líquida (em milhares de milhões de euros) .....	34
Figura 2.7 – Soma acumulada da balança corrente e de capital (em % do PIB) .....	35
Figura 2.8 – Saldo acumulado da balança corrente e de capital (em milhares de milhões de euros) .....	36
Figura 2.9 – Saldos acumulados entre 1953 e 2022 da balança corrente e de capital e da poupança externa – estatísticas (e óticas) da balança de pagamentos e do rendimento nacional (em % do PIB) .....	37
Figura 2.10 – Saldo acumulado da balança de bens (em % do PIB) .....	39
Figura 2.11 – Saldo balança de bens (desagregação sectorial) .....	40
Figura 2.12 – Saldo acumulado da balança de bens (desagregação sectorial) .....	41
Figura 2.13 – Saldo acumulado da balança de bens em percentagem do PIB (desagregação sectorial) ....	42
Figura 2.14 – Saldo acumulado de balança de serviços (em % do PIB) .....	43
Figura 2.15 – Saldo balança de serviços (desagregação sectorial) .....	44
Figura 2.16 – Saldo acumulado da balança de serviços (desagregação sectorial) .....	45
Figura 2.17 – Saldo acumulado da balança de serviços em percentagem do PIB (desagregação sectorial) .....	46
Figura 2.18 – Saldo acumulado da balança de rendimento primário (em % do PIB) .....	47
Figura 2.19 – Saldo acumulado da balança de rendimento secundário (em % do PIB) .....	48
Figura 2.20 – Saldo acumulado desde 1953 da balança de capital (em % do PIB) .....	49

Figura 2.21 – Saldo acumulado desde 1953 das diferentes componentes da balança corrente e de capital (em% do PIB) .....	50
Figura 2.22 – Balança corrente e de capital (1953–2022, em % do PIB) .....	51
Figura 2.23 – Componentes da balança corrente e de capital (1953–2022, % do PIB) .....	52
Figura 2.24 – Transferências orçamentais brutas e líquidas entre Portugal e a UE (em % do PIB) .....	56
Figura 2.25 – Remessas de emigrantes, remessas de imigrantes e saldo das remessas .....	57
Figura 2.26 – Relação entre a taxa de depreciação da moeda nacional face à média da UE–15 e a taxa de variação da posição de investimento internacional líquida (% do PIB) .....	58
Figura 2.27 – Relação entre a taxa de juro de curto prazo (Euribor a 3 meses) e a taxa de juro implícita da dívida externa líquida .....	59
Figura 2.28 – Posição de investimento internacional líquida – estados-membros da periferia e do centro (“core”) da Área do Euro (em % do PIB) .....	61
Figura 3.1 – Custo unitário trabalho a preços constantes, estados-membros da periferia e Alemanha (1995 = 100) .....	65
Figura 3.2 – Dívida consolidada do sector privado não financeiro (em % do PIB) .....	70
Figura 3.3 – Dívida consolidada das Administrações Públicas (ótica de Maastricht, em % do PIB) .....	71
Figura 3.4 – Índice de Complexidade Económica – estados-membros do centro (“core”) e da periferia da Área do Euro .....	74
Figura 3.5 – Índice de Complexidade Económica – estados-membros da antiga USSR (Europa de leste) e China .....	75
Figura 3.6 – Evolução do investimento público (em % do PIB) .....	84
Figura 4.1 – Diagrama de Swan .....	95
Figura 4.2 – Evolução das exportações reais de bens e serviços da Alemanha e dos EUA (1991=100) .....	100
Figura 4.3 – Evolução da procura interna da Alemanha e dos EUA (1991=100) .....	101
Figura 4.4 – Evolução do PIB real e IPC da Rússia (1992=100) .....	108
Figura 4.5 – Evolução do PIB real e IPC da China (1992=100) .....	109
Figura 5.1 – Evolução do investimento público em Portugal (em % do PIB) .....	139
Figura 5.2 – Evolução do investimento público nos estados-membros do centro e da periferia da área do euro (em % do PIB) .....	140
Figura 5.3 – Evolução do stock de capital público e privado em Portugal (preços constantes de 2017, 1995=100) .....	141
Figura 5.4 – Evolução do stock de capital público e privado em Portugal (% PIB) .....	142
Figura 5.5 – Evolução do stock de capital público de alguns países desenvolvidos (em % do PIB) ...	143
Figura 5.6 – Evolução do PIB real de alguns países desenvolvidos (1995=100) .....	144
Figura 5.7 – Fogos concluídos em construções novas para habitação familiar (milhares) .....	159
Figura 5.8 – Índice de preços da habitação em Portugal (2015=100) .....	160
Figura 5.9 – Índice de preços da habitação na União Europeia (2015=100) .....	161
Figura 5.10 – Evolução do rácio do índice de preços da habitação própria sobre o rendimento disponível das famílias (2015=100) .....	161
Figura 5.11 – Habitação pública em 2021 (% do total) .....	162
Figura 5.12 – Evolução das taxas de juro no mercado secundário de títulos de dívida soberana dos estados-membros do centro e da periferia da Área do Euro (%) .....	177

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 2.1 – Evolução dos passivos externos e do PIB de Portugal (em milhares de milhões de euros) .....	27
Quadro 4.1 – Evolução da balança corrente e de capital e da dívida externa de Chipre, Grécia, Irlanda e Portugal .....	103
Quadro 4.2 – Episódios de reestruturação da dívida externa da Argentina, Indonésia e Rússia .....	113
Quadro 4.3 – Evolução dos ativos financeiros líquidos (do inglês "NFA") .....	116
Quadro 4.4 – Evolução da posição de investimento internacional líquida (PII) (em percentagem do PIB) .....	117
Quadro 4.5 – Programas de resgate do FMI (em milhões de SDR ou em percentagem do PIB) .....	119
Quadro 4.6 – Investimento Direto Estrangeiro da China em Portugal .....	125
Quadro 4.7 – Evolução da balança corrente e de capital de alguns países exportadores de petróleo (em milhares de milhões de dólares) .....	129
Quadro 4.8 – Evolução da balança corrente e de capital de países com excedentes externos (em milhares de milhões de dólares) .....	130
Quadro 5.1 – Possível trajetória de aumento do stock de capital público do país .....	145
Quadro 5.2 – Grandes infraestruturas aeroportuárias recentes .....	153
Quadro 5.3 – Grandes infraestruturas de transvase de água .....	157
Quadro 5.4 – Possível trajetória para o investimento público no stock de habitação em Portugal .....	165
Quadro 5.5 – Possível trajetória para o investimento público na construção de habitação em Portugal .....	166
Quadro 5.6 – Possível trajetória para o investimento público na reabilitação de fogos para habitação familiar em Portugal .....	167
Quadro 5.7 – Investimento em infra-estruturas co-financiado pelo Plano de Recuperação e Resiliência e pelo Orçamento do Estado .....	169

Quadro 5.8 – Grandes infraestruturas de transporte ferroviário recentes.....	171
Quadro 5.9 – Principais investimentos previstos no PNI2030 .....	172
Quadro 5.10 – Determinantes da variação da dívida pública entre 1970 e 2023 (em percentagem do PIB de 2023) .....	179
Quadro 5.11 – Quadro resumo do impacto financeiro de operações de resgate (recapitalização) e privatização de empresas portuguesas a grupos empresariais estrangeiros .....	187
Quadro 5.12 – Quadro resumo das medidas de política económica propostas – período 2025-2034 .....	189

## PREFÁCIO

A dívida externa de Portugal constitui um dos desafios mais importantes para o futuro do país, condicionando não apenas a sua trajetória económica, mas também o espectro de escolhas políticas e sociais disponíveis.

Este livro procura compreender este problema estrutural, examinando a sua evolução histórica, os fatores que o sustentam e – de forma inovadora, constituindo o principal contributo desta obra – propondo estratégias e medidas de política económica concretas e viáveis para o enfrentar.

Ao longo das páginas que se seguem, combinamos rigor analítico e pragmatismo operacional. Para além do diagnóstico detalhado, apresentamos políticas económicas desenhadas não só para mitigar os riscos associados à dívida externa, mas também para catalisar um crescimento económico mais robusto, inclusivo e sustentável. Reconhecemos as condicionantes impostas pela integração na Área do Euro, pela concorrência internacional de novos atores económicos como a China e ainda pelos novos desafios tecnológicos, mas exploramos ativamente as oportunidades que se oferecem para a construção de um futuro económico mais promissor.

Este livro aspira a ser mais que um estudo académico: um convite ao diálogo informado e uma ferramenta para decisores de política económica em aspetos tão importantes para a população portuguesa como a habitação e a sua qualidade de vida. Esperamos que inspire ações concertadas rumo a uma economia portuguesa mais soberana e próspera.



## SUMÁRIO EXECUTIVO

No final de 2021, Portugal era um dos quatro países desenvolvidos com posição de investimento internacional líquida mais negativa em percentagem do PIB e um dos países desenvolvidos com maior nível relativo de dívida externa líquida.

Entre meados dos anos 1990 e 2010, Portugal apresentou desequilíbrios macroeconómicos crescentes, registando elevados défices da balança corrente e de capital de que resultou uma tendência de deterioração rápida da posição de investimento internacional líquida e da dívida externa líquida, que atingiram um pico de -128,5% e 109,2% do PIB em 2014 e 2015, respetivamente.

Após um período de estabilização em níveis elevados até junho de 2018, em que representava 93,3% do PIB, o peso da dívida externa líquida tem estado numa tendência de significativa redução que se acentuou em 2022 e 2023, caindo para 49,4% do PIB em junho de 2024. Esta evolução muito favorável do peso da dívida externa líquida e, em menor grau, do peso da posição de investimento internacional líquida é o resultado de um período de significativa expansão económica sobretudo entre 2021 e 2023 – em que o PIB nominal cresceu, em média, 10,0% por ano –, e de ligeiros excedentes da balança corrente e de capital, em resultado dos efeitos favoráveis na balança de rendimento primário da política monetária não convencional do BCE e do elevado crescimento das exportações de serviços de turismo. Essas duas rubricas da balança corrente contribuíram para onze anos de ligeiros excedentes da balança corrente e de capital entre 2012 e 2023, isto é, de capacidade de poupança externa do país. Este é o mais longo período da história de Portugal em que tal ocorre. Ao contrário do que ocorria no passado, o período de expansão económica que o



país atravessa no presente não tem sido acompanhado por défices crescentes da balança de bens e serviços devido ao excelente desempenho das exportações de serviços e em particular de serviços de turismo, pese embora continue a manifestar-se em défices crescentes da balança de bens, como no passado.

Não obstante a trajetória de redução da dívida externa líquida favorável de anos recentes, esta continua a constituir um dos principais desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa, porquanto limita a capacidade de crescimento da economia e onera a economia portuguesa com elevados custos de financiamento externo que se traduzem em significativos défices da balança de rendimento primário. Mais, a elevada dívida externa líquida resulta em necessidades anuais de refinanciamento muito elevadas, que dificilmente seriam possíveis de obter se Portugal não fosse um estado-membro da Área do Euro, riscos de refinanciamento esses que ganham relevância precisamente em momentos de instabilidade e de crise nos mercados financeiros internacionais.

Por essa razão este estudo pretende identificar políticas económicas que possam contribuir para consolidar e reforçar o processo de redução sustentada da dívida externa líquida do país e tornar as contas externas do país mais sustentáveis.

Este relatório enfatiza que, na Área do Euro, o potencial de crescimento da produtividade de estados-membros com estruturas produtivas mais avançadas e com maior intensidade e complexidade tecnológica tende a ser mais elevado que o potencial de crescimento da produtividade de estados-membros com estruturas produtivas em estágios de desenvolvimento intermédios e com menor intensidade e complexidade tecnológica.

A consequência deste diferencial de crescimento da produtividade é a divergência real entre as economias mais avançadas e as menos desenvolvidas da Área do Euro. Esta divergência resulta numa tendência estrutural à Área do Euro para o crescimento da dívida externa dos estados-membros menos desenvolvidos desta união económica e monetária, em paralelo com o crescimento da posição credora dos estados-membros mais desenvolvidos dessa união. Com efeito, como se realça no relatório, a Área do Euro tem vindo progressivamente a transformar-se numa união de credores e devedores.

Assim, são necessárias políticas que respondam diretamente aos desafios colocados pela atual arquitetura da Área do Euro.

A abordagem adotada consiste em procurar identificar e caracterizar medidas de política económica que resultem, por um lado, na melhoria ou na redução da taxa de crescimento da dívida externa líquida, por via da melhoria do saldo da balança corrente e de capital e, por outro lado, num aumento da taxa de crescimento do PIB nominal com o objetivo de melhorar o diferencial

entre as taxas de crescimento da dívida externa líquida e do PIB nominal e dessa forma assegurar a sustentabilidade da dívida externa líquida.

Este estudo propõe medidas de política económica as quais, se se verificarem os pressupostos desta análise, teriam efeitos favoráveis estimados de 1,5 pontos percentuais do PIB por ano na balança corrente e de capital e de +2,6 pontos percentuais na taxa de crescimento do PIB nominal, efeitos esses que, a confirmarem-se, permitiriam a redução do peso da dívida externa líquida para menos de 10% do PIB em menos de 20 anos, mesmo que o desempenho da economia portuguesa não venha a ser tão favorável como o observado em anos recentes e considerando o efeito de ciclos económicos.

Primeiro, argumenta-se que o Governo deve procurar aumentar o stock de capital público do país, seguindo a estratégia adotada por outras economias em desenvolvimento e desenvolvidas, através da concretização de projetos de investimento público estruturante de elevada dimensão económica (de, pelo menos, 1% do PIB cada), com externalidades positivas no muito longo prazo e taxas de rentabilidade interna muito baixas, projetos que contribuam para o crescimento do PIB, da produtividade e da competitividade internacional do país, bem como para o desenvolvimento das capacidades e competências de empresas nacionais.

Segundo, uma União Económica e Monetária sem transferências orçamentais significativas dos estados-membros mais ricos, com excedentes das contas externas, para os estados-membros mais pobres, com défices das contas externas, não é a prazo viável, como salientado, entre outros, pelo relatório do grupo de peritos liderado por Donald MacDougall a pedido da Comissão Europeia, décadas antes do lançamento do euro (iniciado em 1974 e concluído em 1977), que argumentava que uma moeda única (e uma união monetária) seria impraticável sem transferências orçamentais muito mais significativas do que as transferências líquidas provenientes do Orçamento da União Europeia que ocorrem na atualidade. Assim, propõe-se o encetar de negociações a nível europeu, em articulação com outros estados-membros, de modo a procurar corrigir essas fragilidades através de transferências orçamentais para o Orçamento do Estado provenientes do Orçamento da União Europeia que compensassem o país pelos impostos implícitos e invisíveis que os seus sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente pagam em benefício dos sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente das economias mais avançadas da Área do Euro.

Terceiro, neste estudo salienta-se a relevância da política orçamental e da política de gestão da dívida pública na balança corrente e de capital e na trajetória da dívida pública. Este estudo nota as muito significativas necessidades de

refinanciamento de títulos de dívida pública de médio e longo prazo – cerca de 195 mil milhões de euros entre 2014 e 2023 – e o papel central da despesa com juros na dinâmica de crescimento da dívida pública, representando, em termos acumulados, 66 mil milhões de euros entre 2014 e 2023 e 196 mil milhões de euros entre 1970 e 2023 (73,4 pontos percentuais do PIB de 2023). Dados os elevados montantes financeiros das operações de gestão da dívida pública, defende-se que melhorias ao processo orçamental que resultem em melhor fundamentação técnica e financeira dos custos da política de gestão da dívida pública e dos riscos de refinanciamento se traduziriam numa redução incremental da despesa com juros com impacto favorável na balança corrente e de capital, uma vez que parte dessa dívida pública é detida por não residentes. Por outro lado, o estudo propõe alterações ao processo orçamental que limitem a capacidade dos governos em contrair dívida pública não prevista no Orçamento do Estado, sem estarem obrigados a submeter um Orçamento do Estado retificativo. Argumenta-se que um melhor controlo e escrutínio a estes designados ajustamentos défice-dívida contribuiriam para melhorar incrementalmente a dinâmica de crescimento da dívida pública.

Por último, no estudo é caracterizado e quantificado o elevado impacto adverso na dívida externa de resgates públicos a empresas estratégicas nacionais em dificuldades que são subsequentemente privatizadas a grupos económicos estrangeiros por montantes insignificantes e muito inferiores às injeções de capital público nas empresas resgatadas. Argumenta-se que qualquer estratégia de consolidação das contas externas e de redução da dívida externa do país obriga a disciplinar a forma como o Estado português resgata empresas estratégicas nacionais, de forma a procurar melhor preservar o património público, evitando operações de que resultem enormes menos-valias para o erário público e que se traduzem na deterioração da posição de investimento internacional líquida do país.

As medidas de política económica identificadas neste estudo teriam um impacto favorável na trajetória da dívida externa líquida do país, estimado pelos autores em cerca de 0,9% a 2,7% do PIB por ano ao longo da próxima década, *ceteris paribus*, contribuindo para melhorar a sustentabilidade da dívida externa líquida de Portugal.

Em conclusão, neste estudo mostra-se que há estratégias possíveis e medidas de política económica que podem ser empreendidas para procurar reduzir a dívida externa do país e para melhorar a sua trajetória de sustentabilidade. Como é evidente as políticas propostas neste estudo não esgotam as que a resolução de um problema que condiciona de modo tão significativo a economia portuguesa – a sustentabilidade da dívida externa – exige. Constituem apenas um contributo, que se nos afigura válido, para o reduzir.

## 1. INTRODUÇÃO

A economia portuguesa é há séculos caracterizada por uma forte dependência do exterior e por um atraso relativo às economias mais desenvolvidas. Em particular, produz bens e serviços transacionáveis com insuficiente competitividade internacional e o seu mercado interno apresenta um desempenho menos favorável que o de outras economias avançadas. Em consequência, a economia portuguesa registou até 2011 défices crónicos da balança de bens e serviços e da balança corrente e de capital que, a partir de meados dos anos 1990, se traduziram em níveis crescentes de dívida externa.

Como se verá adiante, a dívida externa do país atingiu níveis muito elevados, colocando-o no patamar dos países mais endividados do mundo face ao exterior. Esse desequilíbrio macroeconómico externo do país condiciona o seu desenvolvimento económico e o seu potencial de crescimento.

Em particular, a dívida externa implica recurso a poupança externa do resto do mundo (i.e., a empréstimos do exterior), poupança essa que tem de ser refinanciada e de que resulta despesa com juros do serviço dessa dívida. Em resultado, deixada aos seus mecanismos, a dívida externa pode apresentar uma tendência de crescimento exponencial que a prazo pode resultar em crises de balança de pagamentos, crises financeiras e de dívida soberana e ruturas de pagamentos.

O principal instrumento para a redução da dívida externa é a poupança externa do país. A poupança externa do país é explicada ou depende em elevado grau do desempenho da balança de bens e de serviços. Isto é, para o país cumprir o serviço da dívida externa e a prazo reduzir o seu nível de dívida externa estará obrigado a gerar poupança externa sobretudo através de ligeiros

excedentes da balança comercial, o que significa que as suas exportações de bens e serviços teriam de ser recorrentemente superiores às suas importações de bens e serviços, invertendo o padrão histórico de desenvolvimento da economia portuguesa, algo que é improvável se não forem alteradas a estratégia e as políticas económicas adotadas nas últimas décadas que conduziram aos desequilíbrios atuais.

De salientar que, não obstante uma evolução favorável em anos recentes e as perspetivas atuais da continuação dessa tendência, os atuais níveis de dívida externa e da posição de investimento internacional do país constituem o principal desafio para a política económica nacional, porque representam o principal risco para a atividade económica e para o desenvolvimento do país no médio e longo prazo. É, por conseguinte, surpreendente constatar a ausência de estratégia e de políticas económicas específicas do Estado que visem a redução da dívida externa do país.

Este estudo visa alertar para a necessidade de estratégia e de políticas económicas para a redução da dívida externa e visa contribuir para a sua definição. Para esse efeito o estudo caracteriza e explica a evolução da dívida externa de Portugal e apresenta possíveis medidas de política económica que permitam reduzir o nível de dívida externa, ou pelo menos se traduzam numa trajetória significativamente mais sustentável dessa variável macroeconómica, assim demonstrando que é possível definir políticas económicas concretas que visem melhorar a trajetória da dívida externa do país.

O estudo está estruturado da seguinte forma. A Secção 2 caracteriza a evolução histórica da dívida externa de Portugal, demonstrando a importância desta variável macroeconómica, as várias formas de a medir, a sua evolução, a sua relação com outras variáveis, nomeadamente a balança corrente e de capital.

A Secção 3 identifica e caracteriza os fatores que explicam o aumento da dívida externa portuguesa nas últimas décadas.

A Secção 4 incide sobre possíveis estratégias de redução da dívida externa, na qual é dado um papel de destaque às teses e medidas de política económica propostas na literatura académica, mas onde também são analisadas algumas abordagens de redução da dívida externa adotadas por outros países.

Na Secção 5 são apresentadas e fundamentadas medidas de política económica concretas que visam melhorar a trajetória da dívida externa do país e, dessa forma, a sua sustentabilidade.

A Secção 6 apresenta as conclusões do estudo.

## **2. HISTÓRIA DA DÍVIDA EXTERNA DE PORTUGAL**

Dívida externa é uma variável (e um conceito) relativamente desconhecido ou, em alternativa, subalternizado em relação a outras variáveis relacionadas, como a dívida pública. Porquê, então, uma história da dívida externa portuguesa? Porque esta é uma variável importante, que condiciona o desempenho da economia portuguesa no médio e no longo prazo.

### **2.1. A IMPORTÂNCIA DA DÍVIDA EXTERNA COMO INDICADOR DE DESEQUILÍBRIOS MACROECONÓMICOS**

Em termos técnicos, e de forma simplificada, a dívida externa<sup>1</sup> é uma variável que mede o valor monetário do stock de obrigações financeiras de residentes de um dado país para com agentes económicos de países terceiros, i.e., a não residentes.

Contudo, esta variável não se esgota nesse conceito. O stock de dívida externa resulta do acumular de fluxos negativos recorrentes da balança corrente e de capital – tipicamente consequência de níveis de procura interna superiores ao do Produto Interno Bruto (PIB)<sup>2</sup> –, que são financiados com recurso a poupança externa por transações na balança financeira (i.e., através

---

<sup>1</sup> Vide Secção 2.2 para a definição de medidas alternativas da dívida externa.

<sup>2</sup> Refira-se que a procura interna pode ser superior ao PIB, mesmo quando a atividade económica está abaixo do potencial, a um nível inferior ao “pleno emprego” dos fatores produtivos. É esse tradicionalmente o caso de economias pouco competitivas internacionalmente como a portuguesa.

de fluxos monetários de não residentes em favor de residentes), dessa forma equilibrando a balança de pagamentos do país. Ao recorrer reiteradamente a poupança externa para financiar os défices da balança corrente e de capital, o país endivida-se face ao exterior.

Porque os fluxos monetários estão, tipicamente, associados a fluxos reais de sentido inverso, essa dívida externa é, também, em larga medida, sinónimo de bens e serviços que foram fornecidos a residentes do país no passado e financiados com recurso a crédito e a juros sobre esse crédito (que são parte desses fluxos reais). Como tal, e grosso modo,<sup>3</sup> só é possível ao país amortizar essa dívida externa se gerar poupança externa, isto é, se o saldo da balança corrente e de capital for positivo, o que, regra geral, ocorre quando o saldo da balança de bens e serviços é equilibrado ou excedentário.

Níveis elevados de dívida externa em relação ao rendimento de um país (PIB) são particularmente problemáticos. Por um lado, os défices da balança corrente e de capital são um indicador simplificado da falta de competitividade internacional de um país, que é difícil reverter no curto e médio prazo. Por outro lado, os juros (e os dividendos) associados aos passivos externos tendem a contribuir para o crescimento da dívida externa (e dos passivos externos) a taxas superiores ao do PIB, existindo evidência empírica (Pattillo et al., 2011; Cohen, 1993) que penalizam a dinâmica de crescimento e que resultam num aumento do risco de crises de dívida soberana ou de crises bancárias desses países (vide Secção 4).

Assim, a dívida externa ou, de forma mais lata, a posição de investimento internacional líquida do país, que procura medir a situação patrimonial financeira de um país face a não residentes, são importantes variáveis macroeconómicas, muito mais importantes que, por exemplo, a dívida pública, facto aliás reconhecido, entre outros, por Adam Smith em *A Riqueza das Nações*, publicado em 1776.

A teoria dos défices gémeos argumenta que défices orçamentais se refletem em défices da balança corrente e de capital (a relação de causalidade pode fluir da balança externa para o défice público). Por princípio análogo, níveis elevados de dívida externa estão associados e tendem a resultar em níveis elevados de dívida pública.

Por último, de salientar que porque a redução de dívida externa, excluindo casos de reestruturação ou de perdão de dívida, implica excedentes externos,

---

<sup>3</sup> A dívida externa pode também ser amortizada ou reduzida em resultado da reavaliação de ativos ou passivos do país ou de mais ou menos valias em transações financeiras com ativos financeiros domésticos ou estrangeiros incorridas por residentes ou não residentes do país. Regra geral, estes efeitos tendem a ser de segunda ordem em comparação com os associados aos fluxos económicos reais da balança corrente e de capital.



i.e., que o país seja capaz de emprestar poupança ao resto do mundo enquanto paga juros e dividendos sobre o seu elevado stock de dívida externa, nomeadamente através de elevados excedentes da balança comercial, são raros os casos em que países com níveis demasiado elevados de dívida externa foram posteriormente capazes de reduzir o seu nível de dívida externa e de assegurar a sua sustentabilidade (vide análise da Secção 4).

## 2.2. QUAL O MELHOR INDICADOR DA DÍVIDA EXTERNA?

Existem diversos indicadores que podem ser utilizados como medidas da dívida externa de uma economia ou dos seus passivos externos, salientando-se aqui os quatro indicadores mais importantes (FMI, 2003, 2009), que importa qualificar em termos de âmbito e de limitações.

Assim, os indicadores mais importantes são:

1. Dívida externa bruta (BdP, 2023): soma total de instrumentos de dívida de residentes<sup>4</sup> face a não residentes. A dívida externa bruta de Portugal no final de 2022 era estimada pelo Banco de Portugal (BdP) em 402,1 mil milhões de euros, representando 167,9% do PIB. A dívida externa bruta é um indicador que tem perdido relevância e significado porque descreve a realidade atual de forma mais limitada e imperfeita do que no passado. De facto, sobretudo, as últimas três décadas têm sido caracterizadas por um grau crescente de integração na cadeia de produção e nos mercados financeiros globais, por um papel crescente de grandes bancos internacionais e de certos credores financeiros como bancos centrais e fundos soberanos de riqueza, por crescentes níveis de desigualdade do rendimento e da riqueza e por uma crescente internacionalização da atividade de pessoas e bens, em particular, no caso das economias dos estados-membros da União Europeia. Em resultado, os níveis de dívida externa bruta cresceram significativamente tanto em países credores como em países devedores, com residentes de países devedores a apresentar níveis de ativos financeiros no exterior muito significativos, que em parte reduzem ou até anulam as consequências adversas de níveis elevados de dívida externa bruta. Não obstante, o risco de refinanciamento do país é sobretudo influenciado pelas necessidades

---

<sup>4</sup> Agentes nacionais, nomeadamente particulares, empresas financeiras e não financeiras, governo e banco central.



de refinanciamento da dívida externa bruta, pelo que este indicador deve ser seguido com alguma atenção.

2. Dívida externa líquida: é igual à dívida externa bruta menos a soma do total de instrumentos de dívida de não residentes a residentes. A dívida externa líquida de Portugal no final de 2022 era estimada pelo BdP em 162,9 mil milhões de euros (68,1% do PIB). Pelas razões apontadas acima, este indicador ganhou relevância e é adotado neste estudo como principal medida da dívida externa do país apesar de apresentar igualmente limitações. De facto, só uma muito pequena percentagem dos residentes do país – grandes empresas, fundos financeiros privados e públicos e aqueles residentes com mais elevado património – são credores de instrumentos de dívida emitidos por residentes no estrangeiro, pelo que o indicador dívida externa líquida subestima os efeitos da desigual distribuição de créditos externos e dívida externa dos residentes de um país. Por outro lado, embora os juros e rendimentos que esses residentes auferem dos seus ativos no estrangeiro contribuam para melhorar o saldo da balança de rendimento primário e o saldo da balança corrente e de capital, o seu impacto na trajetória de sustentabilidade da dívida externa líquida (e da dívida externa bruta) do país pode diferir significativamente se esses residentes pagarem (ou não) impostos sobre esses rendimentos no país, se remeterem parte desses rendimentos para o sistema bancário sediado no país e se a taxa de juro desses ativos financeiros for superior à taxa de juro média dos ativos financeiros domésticos detidos por não residentes.<sup>5</sup> Por outro lado, é possível que sucessivos mecanismos fiscais de atração ao movimento de não residentes para o país como os vistos Gold e o estatuto de residente não habitual, bem como a aquisição de ativos reais em Portugal por não residentes tenham contribuído para um aumento artificial do volume de ativos financeiros detido por residentes no estrangeiro, porque o grau de ligação desses residentes (ou não residentes) ao país pode ser temporário, com esses residentes a manter o centro da sua atividade económica noutros países. Ou seja, esse aumento de ativos detido por residentes no estrangeiro pode estar sujeito a um movimento de reversão súbita, por exemplo, se esses incentivos fiscais deixarem de ser oferecidos ou perante alterações do enquadramento internacional.

---

<sup>5</sup> Importa igualmente neste contexto o efeito de diferenças de reavaliação e de mais ou menos valias entre ativos financeiros domésticos e estrangeiros, que será de segunda ordem no caso de instrumentos de dívida.

3. Posição de investimento internacional líquida (PII): mede a diferença entre ativos e passivos financeiros de residentes face a não residentes. É um indicador da situação patrimonial financeira de um país estimado numa perspetiva estritamente contabilística, mas necessariamente redutora. É, por conseguinte, um indicador da solvabilidade técnica de um país. Em situações, como as da economia portuguesa, em que o montante dos ativos financeiros é inferior ao montante dos passivos financeiros, a PII é negativa e o país é devedor face ao resto do mundo. Por oposição, quando o montante dos ativos financeiros é superior ao montante dos passivos financeiros, a PII é positiva, e o país é credor face ao resto do mundo. No final de 2022, a PII ascendia a -200,9 mil milhões, correspondente a -83,9% do PIB. O simétrico do PII corresponde ao passivo externo líquido<sup>6</sup> do país. A este indicador aplicam-se igualmente as considerações referidas em relação à dívida externa líquida. A diferença fundamental em relação à dívida externa líquida resulta da contabilização de ativos como as reservas de ouro e de instrumentos de capital, salientando-se a importância de posições acionistas nos ativos e nos passivos financeiros do país, nomeadamente aquelas posições que resultam de Investimento Direto Estrangeiro realizado por empresas estrangeiras no país ou de Investimento Direto no Estrangeiro por empresas nacionais no estrangeiro e da maior preponderância de efeitos de reavaliação e de mais valias de ativos e passivos financeiros.
4. A soma acumulada da balança corrente e de capital ou da capacidade de poupança externa da economia portuguesa: mede os fluxos reais acumulados do país a que acrescem as transferências de capital. É um indicador que é menos abrangente do que a dívida externa líquida e a posição de investimento internacional líquida porque não entra em linha de conta com o tipo de financiamento externo que é utilizado para fazer face ao défice acumulado da balança corrente e de capital (e.g., dívida, dívida contingente ou convertível em ações, ações e outros instrumentos de capital, derivados financeiros) nem com o efeito de mais ou menos valias ou de reavaliação de ativos e passivos. Por outro lado, a nível internacional, existem

---

<sup>6</sup> O nível do passivo externo líquido é uma variável relevante para prever crises de balanças de pagamentos. Níveis elevados de passivos externos líquidos, ao implicar um aumento dos pagamentos de juros e dividendos a agentes não residentes, agravam o saldo da balança de rendimentos, aumentam a exposição do país a choques adversos das taxas de juro internacionais e contribuem para uma deterioração do risco do país na perspetiva dos credores internacionais. Por outro lado, ao implicar a necessidade de refinarciar, todos os anos, montantes elevados de dívida externa que chega à maturidade, expõe o país a um risco de refinanciamento acrescido, que ocorre se o país não for capaz de refinarciar dívida externa.

discrepâncias estatísticas nessa balança<sup>7</sup> que se julga resultarem de erros de medição, diferenças de âmbito dos conceitos ou temporais, variação das taxas de câmbio, ou ainda mecanismos de evasão fiscal ou de planeamento fiscal. De acordo com as séries longas do INE, entre 1953 e 2020, Portugal acumulou necessidades líquidas de financiamento externo de 151,9 mil milhões de euros, i.e., 75,9% do PIB de 2020, dos quais 88% desde a adesão ao euro em 1999. Por outro lado, considerando agora as estatísticas da balança de pagamentos do INE, o país acumulou um défice da balança corrente e de capital de 144,8 mil milhões de euros entre 1996 e 2022, i.e., 60,5% do PIB de 2022.

Os primeiros três indicadores são estimados a preços de mercado, o que em períodos de elevada volatilidade nos mercados financeiros pode, por exemplo, resultar em reduções do nível de dívida externa ou da PII, simplesmente, como consequência da queda do valor de mercado dos passivos externos do país.

---

<sup>7</sup> De acordo com o FMI, a balança corrente global apresenta um défice estimado em 3,5% do PIB quando, por definição, deveria estar equilibrada (FMI, 2022).

Quadro 2.1 - Evolução dos passivos externos e do PIB de Portugal<sup>8</sup> (em milhares de milhões de euros)

Ano	1986	1998	2010	2020
Dívida externa bruta	-	102,4	404,8	410,7
Dívida externa líquida	-	2,7	149,6	175,9
Saldo acumulado da balança corrente e de capital (desde 1953)	-4,2	-18,3	-169,7	-151,8
Posição de investimento internacional líquida	-6,9	-28,6	-192,5	-213,3
Saldo acumulado da poupança externa (desde 1953)	-4,4	-35,4	-214,7	-223,5
PIB nominal	23,9	111,3	179,6	200,5
PIB real (base 2020)	108,5	176,1	204,5	200,5

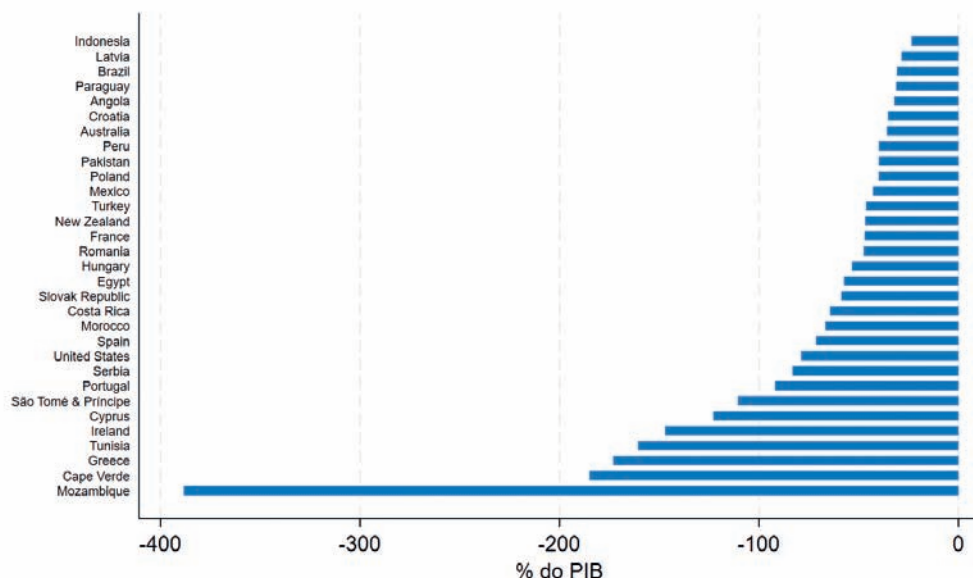
Fonte: Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estatística

O Quadro 2.1 resume a evolução dos indicadores da dívida externa do país identificados e caracterizados acima. De salientar que, embora a trajetória no período em análise seja de deterioração da generalidade dos indicadores da dívida externa, o aumento mais significativo dos passivos externos do país ocorre entre 1998 e 2010, isto é, nos primeiros 12 anos após a adoção do euro. Esse enorme aumento do endividamento externo (entre + 295%, – dívida externa bruta –, e + 5 441%, – dívida externa líquida –) é muito superior ao crescimento do PIB real (+13,9%) e do PIB nominal (+61,3%) no mesmo período. De notar ainda que, entre 2010 e 2020, somente o saldo acumulado da balança corrente e de capital regista uma (ligeira) melhoria em termos nominais, com todos os outros indicadores a deteriorarem-se, ainda que a uma taxa mais baixa. Finalmente, de salientar ainda o muito elevado endividamento externo

<sup>8</sup> O Quadro 2.1 e as figuras desta Secção apresentam dados relativos a Portugal e à economia portuguesa, exceto quando especificado em contrário.

líquido do país em percentagem do PIB, a níveis sem precedentes históricos para economias com o perfil de desenvolvimento da economia portuguesa.

Figura 2.1 - Ranking de países mais endividados ao exterior ordenados pela posição de investimento internacional líquida (em % do PIB)



Fonte: Milesi-Ferretti (2022), dados relativos a 2021.

De salientar ainda que, de acordo com estimativas de Milesi-Ferretti (2022) resumidas na Figura 2.1 com dados relativos a 2021, Portugal é um dos países mais endividados ao exterior, com a 28ª posição de investimento internacional líquida mais negativa do mundo, 4ª posição no grupo dos países desenvolvidos.

Por outro lado, note-se que as últimas décadas foram caracterizadas por um planeamento fiscal mais agressivo por parte de grandes multinacionais e mesmo por algumas pequenas e médias empresas que localizam as suas sedes em zonas francas com tributação anormalmente baixa. Esses movimentos são tão significativos que podem distorcer estatísticas da balança de pagamentos, da dívida externa e da posição de investimento internacional. Por exemplo, as operações financeiras de multinacionais americanas sediadas na zona franca da Irlanda e o comércio de bens proveniente de instalações industriais de multinacionais sediadas em zonas francas na China<sup>9</sup> são de tal dimensão que têm impacto nas estatísticas da balança comercial e da balança de pagamentos da Área do Euro e da China, respetivamente.

<sup>9</sup> No caso da China, a metodologia utilizada até recentemente considerava as Zonas Económicas Especiais desse país como território estrangeiro para efeitos da contabilização das estatísticas das exportações e importações de bens e serviços (vide Secção 4).

No caso de Portugal, mesmo considerando o efeito da Zona Franca da Madeira, esses efeitos terão pouca expressão em percentagem do elevado stock de dívida externa do país, mas poderão ter algum efeito adverso por via das multinacionais que operam em Portugal, mas que estão sediadas em zonas francas internacionais, nomeadamente aquelas localizadas na República da Irlanda.

### **2.3. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRUTA**

Tendo o conceito de dívida externa bruta sido explicado anteriormente, pode-se proceder à análise da evolução da mesma em Portugal. Como se pode constatar na Figura 2.2, a evolução da dívida externa bruta de Portugal subdivide-se em dois períodos distintos: <sup>10</sup>

1. No primeiro momento, de 1999 a 2009, verificou-se uma trajetória de acentuado crescimento (passando de 103,4% do PIB para 223,6% do PIB).
2. No segundo momento, de 2010 a 2022, verificou-se uma trajetória de redução moderada da dívida externa bruta (passando de 225,4% do PIB para 167,9% do PIB).

---

<sup>10</sup> A série da dívida externa bruta das Estatísticas Externas do Banco de Portugal tem início em 1999.

Figura 2.2 - Dívida externa bruta (em % do PIB)



Fonte: Banco de Portugal

## 2.4. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA

A dívida externa líquida de Portugal no final de 2022 era de 162,9 mil milhões de euros, representando 65,5% do PIB. No final de 2023, a dívida externa líquida de Portugal caiu para 53,0% do PIB, encontrando-se numa trajetória de rápida redução em resultado de ligeiros excedentes da balança corrente e de capital e da elevada taxa de crescimento do PIB nominal entre 2021 e 2023.

Como se pode constatar na Figura 2.3, a evolução da dívida externa líquida de Portugal, em percentagem do PIB, subdivide-se em dois períodos distintos:

1. No primeiro momento, de 1996 a 2013, verificou-se uma trajetória de crescimento rápido da dívida externa líquida (passando de -1,2% do PIB, em que o país era credor do resto do mundo, para 103,8% do PIB, isto, é, para uma situação em que o país passou a estar muito endividado face ao resto do mundo).
2. Num segundo momento, de 2014 a 2022, verificou-se uma trajetória de redução moderada da dívida externa líquida (passando de 107,6% do PIB para 65,5% do PIB).

Figura 2.3 - Dívida externa líquida (em % do PIB)



Fonte: Banco de Portugal

Os principais determinantes para a trajetória de redução do peso da dívida externa líquida em percentagem do PIB que se verificou no período pós-2014 foram a elevada taxa de crescimento do PIB nominal e, em menor grau, os ligeiros excedentes da balança corrente e de capital que se registaram nesse período.

Por oposição, em termos absolutos, a redução do valor da dívida externa líquida foi pouco significativa porque os excedentes da balança corrente têm sido relativamente modestos. A dívida externa líquida caiu de 186,7 mil milhões de euros em 2015 para 162,9 mil milhões de euros em 2022, evolução que é em parte explicada por alterações de composição da carteira de ativos e passivos financeiros do país.



Figura 2.4 - Dívida externa líquida (em milhares de milhões de euros)



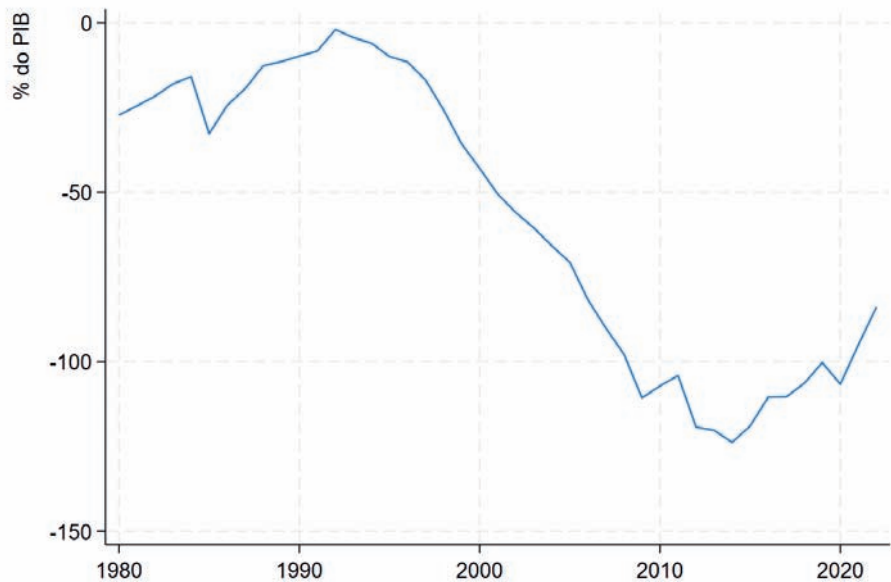
Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

## 2.5. EVOLUÇÃO DA POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

Como se pode constatar na Figura 2.5, a posição de investimento internacional líquida (PII líquida) de Portugal apresenta uma evolução distinta nas últimas quatro décadas:

1. Entre 1980 e 1991 verificou-se uma evolução favorável desta variável (passando de -27,2% do PIB para -8,3% do PIB).
2. Entre 1992 e 2013 a PII líquida da economia portuguesa deteriorou-se muito significativamente (passando de -2% do PIB para -120,2% do PIB). De salientar que entre 2010 e 2013, a queda do valor de mercado de títulos de dívida pública e privada portuguesas resultaram em significativos efeitos de reavaliação (o preço de mercado da dívida externa de Portugal caiu), o que resultou numa deterioração menos acentuada desta variável.
3. Por último, de 2014 a 2022 a PII líquida apresentou uma melhoria significativa (passando de -123,8% do PIB para -83,9% do PIB). Em 2023, a PII líquida caiu para -72,3% do PIB.

Figura 2.5 - Posição de investimento internacional líquida (em % do PIB)

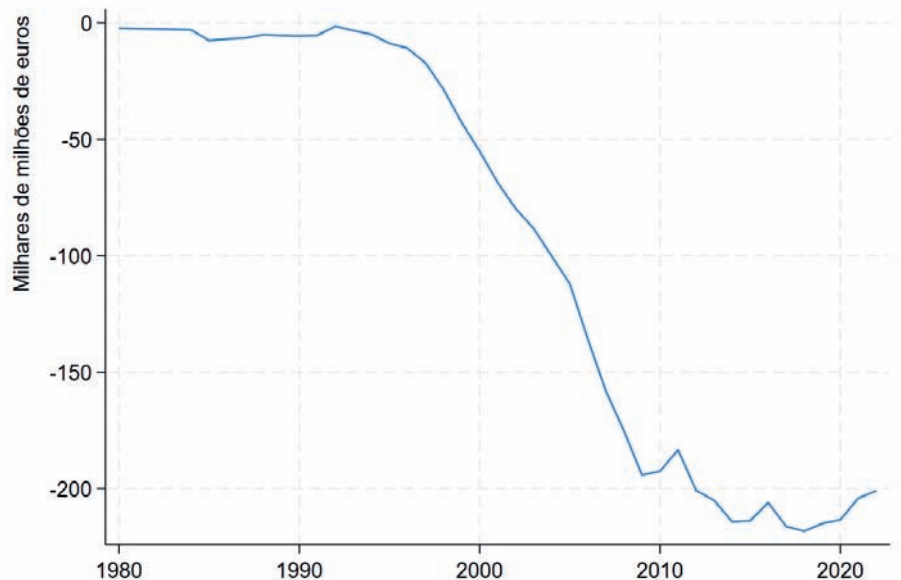


Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da posição de investimento internacional, Banco de Portugal

O principal determinante para a trajetória de melhoria da PII líquida em percentagem do PIB que se verificou no período pós-2014 foi o crescimento do PIB nominal que ocorreu nesse período.

Em termos absolutos, a melhoria deste indicador foi pouco relevante (passou de -214,2 mil milhões de euros em 2015 para -202,7 mil milhões de euros em 2022 e para -193,4 mil milhões de euros em 2023), sinalizando que não obstante ligeiros excedentes da balança corrente e de capital não se alterou substancialmente a dinâmica de sustentabilidade da PII líquida de Portugal.

Figura 2.6 - Posição de investimento internacional líquida (em milhares de milhões de euros)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da posição de investimento internacional, Banco de Portugal

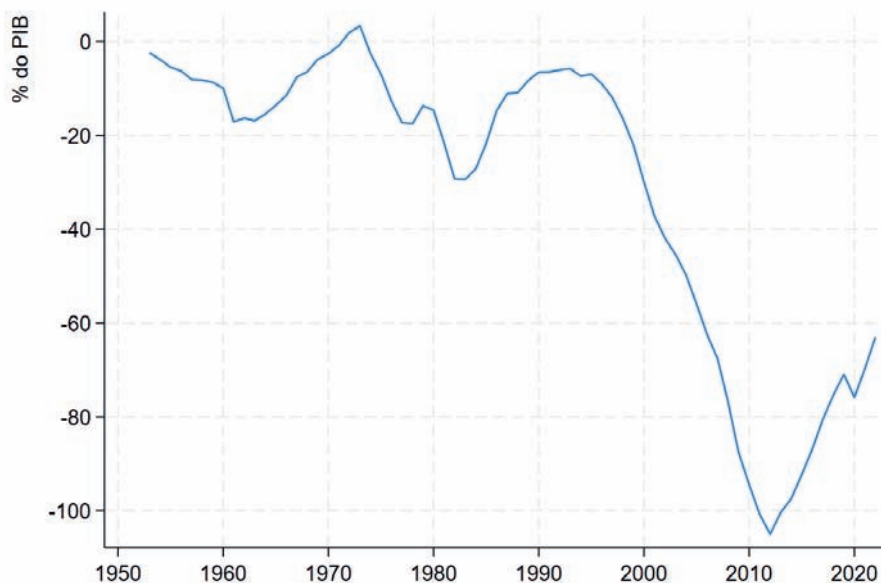
## 2.6. EVOLUÇÃO DO SALDO ACUMULADO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL

Como se pode constatar na Figura 2.7, a evolução do saldo acumulado da balança corrente e de capital de Portugal pode ser caracterizada como apresentando três fases distintas:

1. O primeiro período de 1953 a 1992 foi marcado por alguma volatilidade, tendo esta variável apresentando um valor máximo de 3,3% do PIB em 1973 e um valor mínimo de -29,4 % do PIB em 1983.
2. Numa segunda fase, entre 1993 e 2011, o saldo acumulado da balança corrente e capital da economia portuguesa deteriorou-se muito significativamente (passando de -5,8% do PIB para -100,8% do PIB).
3. Por último, de 2012 a 2022, o saldo acumulado da balança corrente e de capital da economia portuguesa apresentou uma melhoria pouco

significativa, e insuficiente para reverter a evolução desfavorável ocorrida anteriormente (passando de -123,8% do PIB para -106,6% do PIB).

Figura 2.7 - Soma acumulada da balança corrente e de capital (em % do PIB)



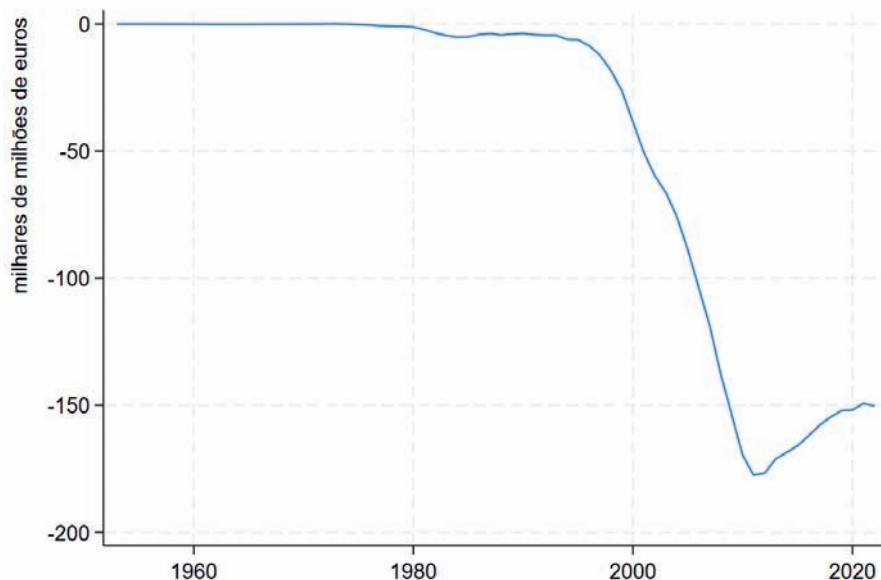
Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Em termos absolutos, a evolução do saldo acumulado da balança corrente e de capital foi ainda mais negativa (*vide* Figura 2.8).

Constata-se que entre 1953 e meados dos anos 1990, o saldo acumulado da balança corrente e de capital da economia portuguesa estava controlado, sendo inferior a -10 mil milhões de euros até ao ano de 1997.

A partir de 1997 inicia uma tendência de deterioração acelerada atingindo, em 2011, o valor mais negativo de -177,6 mil milhões de euros. A partir de 2012 o país regista ligeiros excedentes da balança corrente e de capital o que contribui para a melhoria do saldo acumulado da balança corrente e de capital para -150,3 mil milhões de euros em 2022. Note-se que essa melhoria do saldo de cerca de 27,3 mil milhões de euros (-15,4%) entre 2012 e 2022 compara favoravelmente com os 13,3 mil milhões de euros de melhoria da PII líquida de Portugal nesse período, sugerindo que efeitos de reavaliação de ativos e passivos financeiros e de mais- e menos-valias financeiras foram adversos para o país nesse período.

Figura 2.8 - Saldo acumulado da balança corrente e de capital (em milhares de milhões de euros)

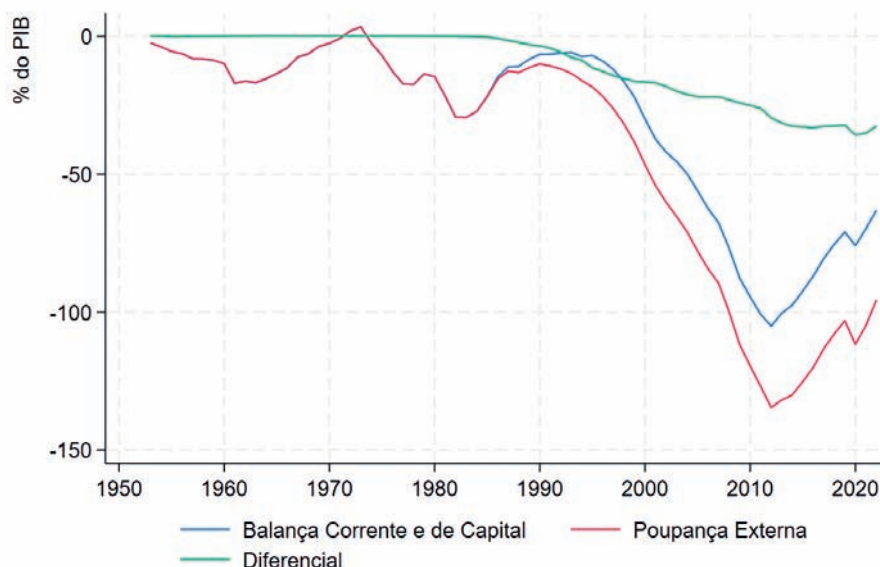


Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

É possível estimar as exportações líquidas através de diferentes metodologias nomeadamente através das óticas do produto, rendimento ou despesa de que resultarão discrepâncias estatísticas.

Na Figura 2.9, é analisado o saldo acumulado da balança corrente e de capital e o saldo acumulado da poupança externa desde 1953. Esses saldos acumulados, embora tendencialmente negativos, mantiveram-se em níveis moderados, entre 0% e -25% do PIB, até meados da década de 1990. Note-se que esse desempenho verificou-se mesmo durante 1979-1981, período em que Portugal adotou uma política do escudo forte, registando défices externos elevados que obrigaram a um pedido de resgate ao FMI em 1983-1985.

Figura 2.9 - Saldos acumulados entre 1953 e 2022 da balança corrente e de capital e da poupança externa - estatísticas (e óticas) da balança de pagamentos e do rendimento nacional (em % do PIB)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Constata-se que até 1986 o diferencial entre o saldo acumulado da balança corrente e de capital e da poupança externa – duas estimativas das necessidades de financiamento externo da economia, obtidas segundo óticas diferentes – eram praticamente nulos.

No entanto, a partir de 1986 esse diferencial cresceu e, em 2022, já é possível constatar um desfasamento de 32,5% do PIB entre estas duas variáveis. A elevada discrepância estatística entre as duas séries é de ordem de grandeza significativa face ao valor acumulado das duas séries (-63,0% do PIB e -95,6% do PIB, respetivamente), o que suscita dúvidas acerca do grau de confiança da metodologia e dos dados utilizados para estimar estas medidas do grau de endividamento externo da economia portuguesa. Em qualquer caso ambas as séries sugerem que o endividamento externo da economia portuguesa é excessivo e sem precedentes históricos prévios a nível internacional.

## **2.7. EVOLUÇÃO DO SALDO ACUMULADO DE COMPONENTES DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL**

De forma a procurar explicar as causas do endividamento externo da economia portuguesa – o que se fará na Secção 3 – são igualmente calculados os saldos acumulados das diversas componentes da balança corrente e de capital entre 1953 e 2022.

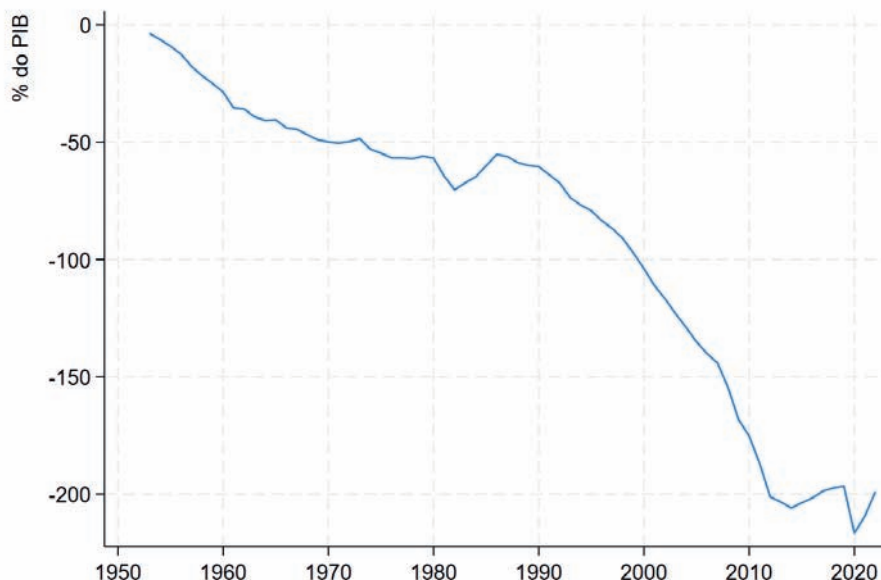
A Figura 2.10 apresenta a evolução do saldo acumulado da balança de bens em Portugal. Devido à existência de défices persistentes na balança de bens, o saldo acumulado foi-se tornando progressivamente mais negativo.

Assim, podemos distinguir três períodos distintos:

1. O primeiro período, entre 1953 e 1986, foi marcado por uma deterioração do saldo acumulado da balança de bens a um ritmo relativamente lento (passando de -3,6% do PIB para -55,3% do PIB).
2. No segundo momento, de 1987 a 2012, o saldo acumulado da balança de bens economia portuguesa apresentou uma deterioração bastante rápida (passando de -56,1% do PIB para -201,2% do PIB). Entre o final de 1998 e 2012 esse saldo mais do que duplica passando de -91,1% do PIB para -201,2% do PIB.
3. Por último, de 2012 a 2022, o saldo acumulado da balança de bens em Portugal estabilizou, continuando em valores bastante negativos (passando de -201,2% do PIB para -199% do PIB).

Ou seja, estes dados sugerem que a deterioração do saldo da balança de bens se agravou significativamente após a entrada de Portugal na UE e, particularmente, após a adoção do euro a 1 de janeiro de 1999.

Figura 2.10 - Saldo acumulado da balança de bens (em % do PIB)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Analisando o saldo da balança de bens pela tipologia dos mesmos, constata-se que de 1993 a 2022, na generalidade dos sectores, o valor das importações de bens era superior ao das exportações de bens.

Apenas nos sectores de “bens de consumo” e “materiais de transportes”, os saldos das respetivas balanças de bens foram positivos durante alguns períodos. Em períodos de recessão observa-se uma melhoria do saldo da balança de bens na generalidade dos sectores.

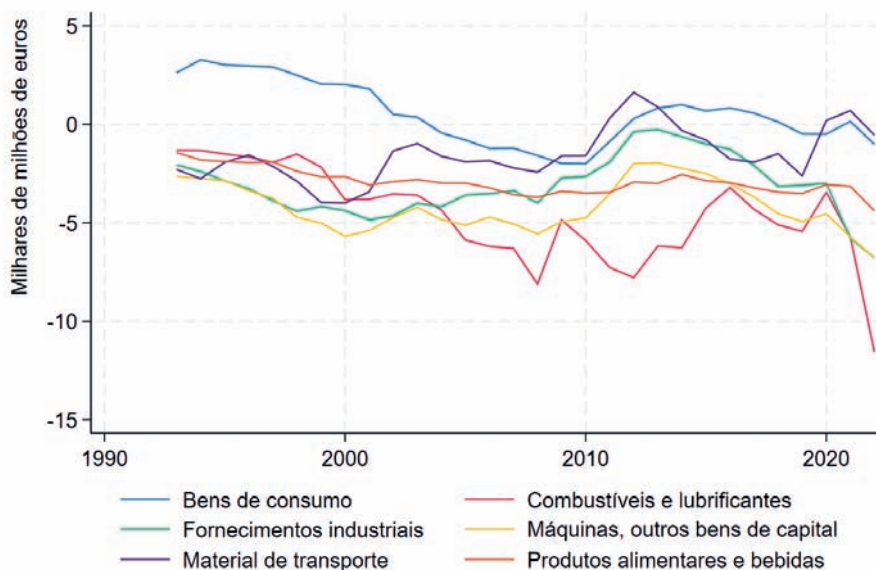
Como sugere a Figura 2.11, constata-se que, como expectável, a rubrica que mais pesa para o défice (acumulado) da balança de bens e cuja série apresenta maior volatilidade é “combustíveis e lubrificantes”. Em particular, em 2022, a deterioração do saldo da balança de combustíveis e lubrificantes foi de aproximadamente 5 900 milhões de euros. Existem duas possíveis explicações para a evolução observada:

1. Embora o volume de importações de combustíveis se tenha mantido aproximadamente estável, o aumento do preço internacional (e da deterioração dos termos de troca) destas matérias-primas (petróleo, gás natural e produtos refinados) resultou num muito substancial aumento do valor nominal dessas importações.



2. A redução de um terço da capacidade de refinação do país – em resultado do encerramento da refinaria de Matosinhos em 2022 – teve um elevado impacto nessa balança porque precisamente em 2022 se observa um muito significativo aumento das margens de refinação de gasóleo e de gasolina, que chegaram a representar um terço do preço final, com impacto adverso de alguns milhares de milhões de euros na balança de combustíveis do país.

Figura 2.11 - Saldo balança de bens (desagregação sectorial)

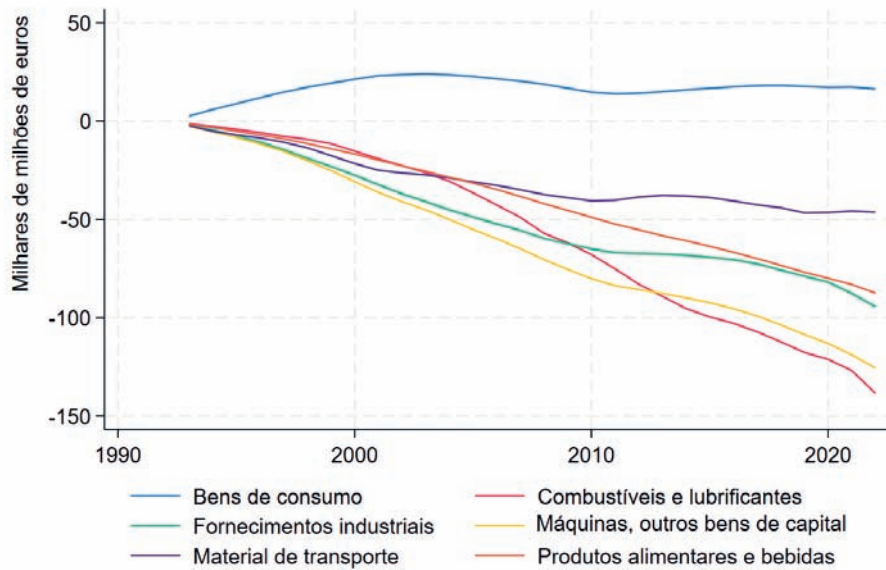


Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Analisando o saldo acumulado da balança de bens desde 1993 (vide Figura 2.12), constata-se que, com exceção dos bens de consumo em que a indústria têxtil e de sapatos contribui para um saldo acumulado positivo de cerca de 16 mil milhões de euros, mas que estagnou em anos recentes, todos os restantes sectores de bens registam défices acumulados crescentes.

Os défices acumulados da balança de bens foram mais elevados nos sectores dos “combustíveis e lubrificantes” (138,4 mil milhões de euros) e das “máquinas e outros bens de capital” (125,6 mil milhões de euros).

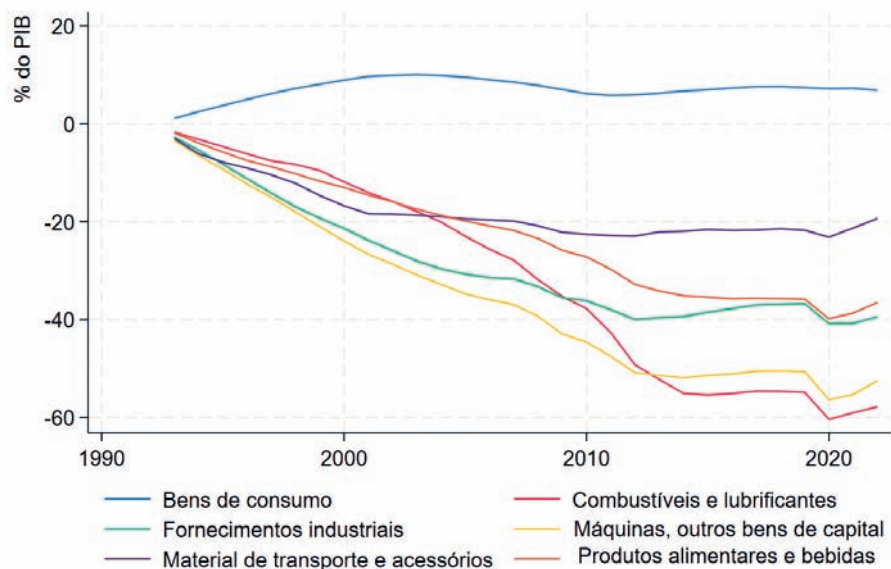
Figura 2.12 - Saldo acumulado da balança de bens (desagregação sectorial)



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Quando se analisam os saldos acumulados das balanças de bens sectoriais em percentagem do PIB (Figura 2.13) verifica-se que, além da balança de bens de consumo, somente foi possível estabilizar o peso relativo do défice acumulado da balança de material de transporte, certamente em resultado do Investimento Direto Estrangeiro nesses sectores e, em particular, da relevância da Autoeuropa e da Bosch para as exportações de material de transporte.

Figura 2.13 - Saldo acumulado da balança de bens em percentagem do PIB (desagregação sectorial)



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

A Figura 2.14 apresenta a evolução do saldo acumulado da balança de serviços da economia portuguesa.

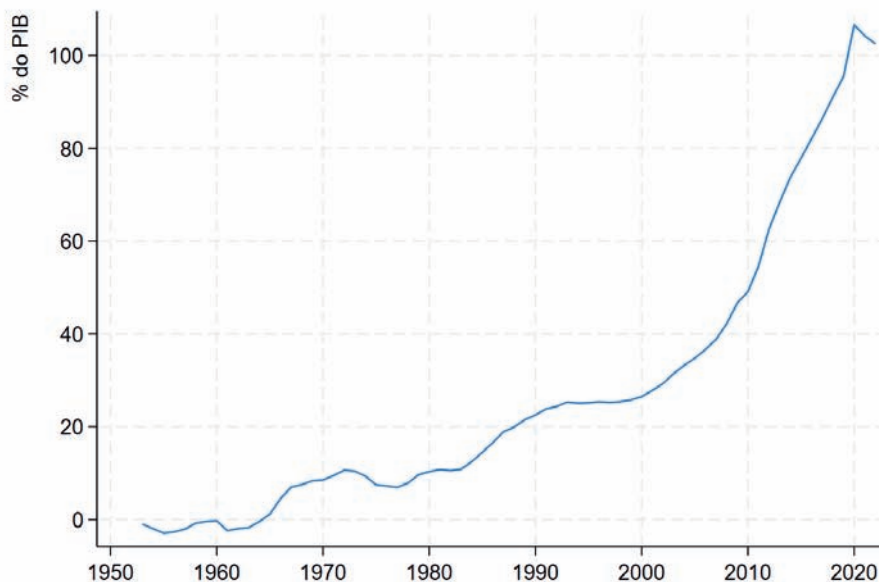
Devido aos excedentes recorrentes da balança de serviços, o saldo acumulado desta rubrica foi-se tornando progressivamente mais positivo – no entanto insuficiente para compensar o défice acumulado da balança de bens.

Assim, podemos distinguir três períodos distintos:

1. No primeiro período, entre 1953 e 1964, o saldo acumulado da balança de serviços foi relativamente estável e pouco relevante (passando de -1% do PIB para -0,5% do PIB).
2. No segundo momento, de 1965 a 2007, o saldo acumulado da balança de serviços da economia portuguesa tornou-se excedentário, mas a um ritmo anual relativamente moderado (passando de 1,1% do PIB para 38,8% do PIB).
3. Por último, de 2008 a 2022, o saldo acumulado da balança de serviços da economia portuguesa tornou-se progressivamente mais positivo, mas registando uma taxa de crescimento mais elevada (passando de 42,2% do PIB de 2008 para 102,5% do PIB de 2022). Em suma, a balança de serviços tem contribuído de forma crescente para o equilíbrio das contas externas portuguesas e para a estabilização da

dívida externa do país, registando um excedente acumulado de mais de 60% do PIB de 2022 entre 2008 e 2022.

Figura 2.14 - Saldo acumulado de balança de serviços (em % do PIB)



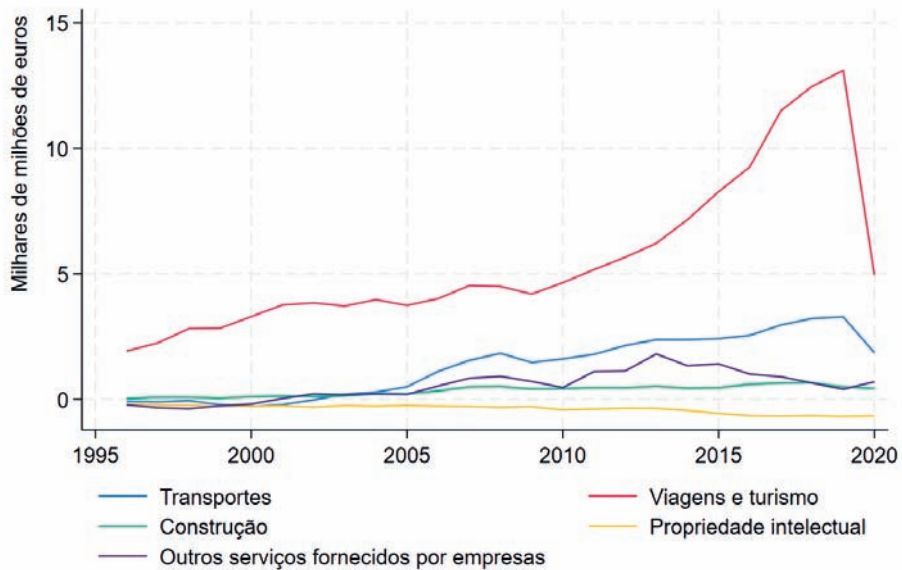
Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Analisando o saldo da balança de serviços pela tipologia dos mesmos, constata-se que de 1996 a 2020, na generalidade dos setores, o valor das exportações de serviços era superior ao das importações de serviços.

Das rubricas mais relevantes, apenas no caso da "propriedade intelectual" o referido saldo da balança de serviços era negativo. Constata-se que, como expectável, a rubrica mais relevante é a balança de Viagens e Turismo, com um saldo positivo médio de cerca de 8 mil milhões de euros por ano no período entre 2010 e 2020.

Como sugere a Figura 2.15, a evolução favorável da balança corrente e de capital é explicada pela evolução positiva da rubrica Viagens e Turismo.

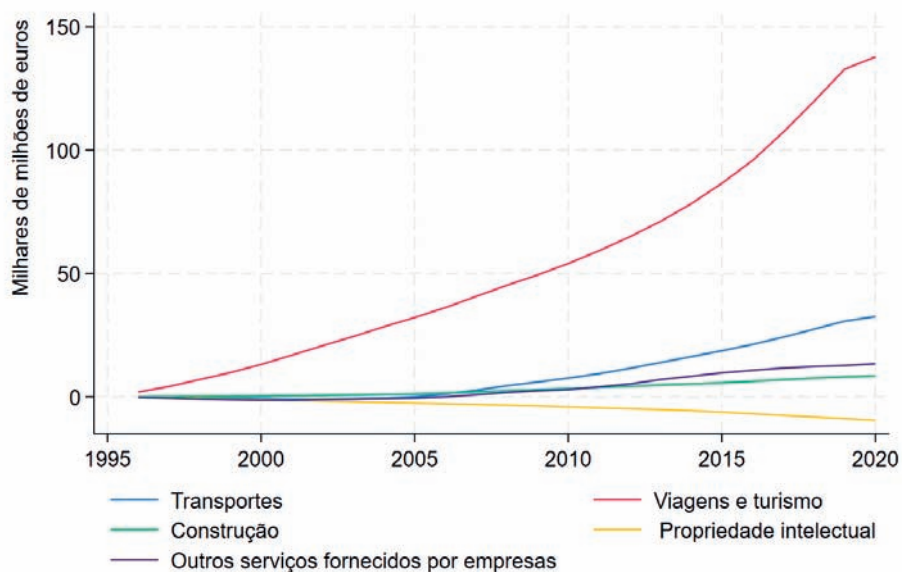
Figura 2.15 - Saldo balanço de serviços (desagregação sectorial)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Analisando o saldo acumulado das componentes da balança de serviços desde 1996 (vide Figura 2.16), constata-se que é em larga medida explicado pelo saldo acumulado da balança Viagens e Turismo de cerca de 138 mil milhões de euros. A rubrica Transportes apresentava um saldo acumulado de cerca de 33 mil milhões de euros.

Figura 2.16 - Saldo acumulado da balança de serviços (desagregação sectorial)

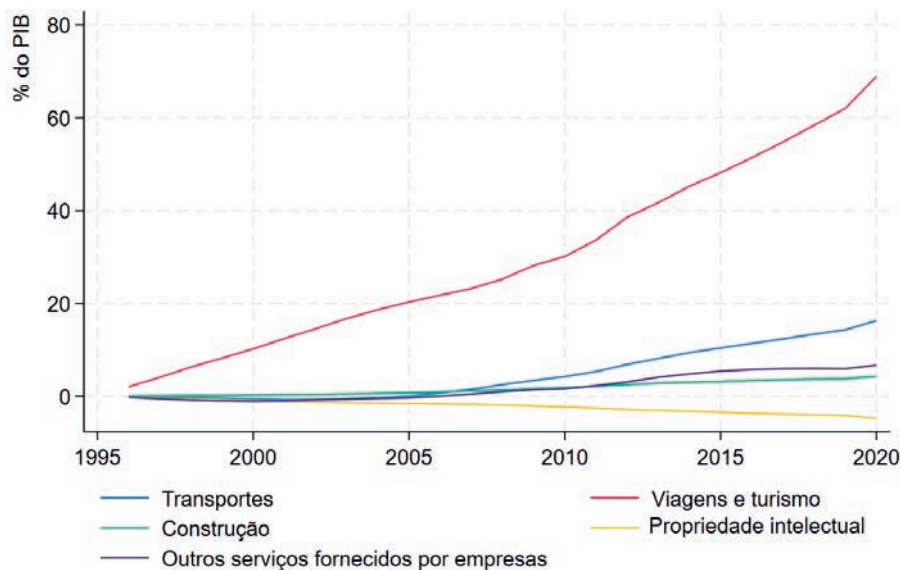


Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Quando se analisam os saldos acumulados das balanças de bens sectoriais em percentagem do PIB (Figura 2.17) verifica-se que apenas a rubrica das Viagens e Turismo apresenta um saldo acumulado superior a 20% do PIB nesse período (saldo acumulado de cerca de 69% do PIB).

Este facto tem consequências económicas relevantes na medida em que o sector das Viagens e Turismo não é um sector com uma elevada intensidade tecnológica e apresenta um reduzido potencial de crescimento da produtividade (Martins e Mamede, 2022).

Figura 2.17 - Saldo acumulado da balança de serviços em percentagem do PIB (desagregação sectorial)



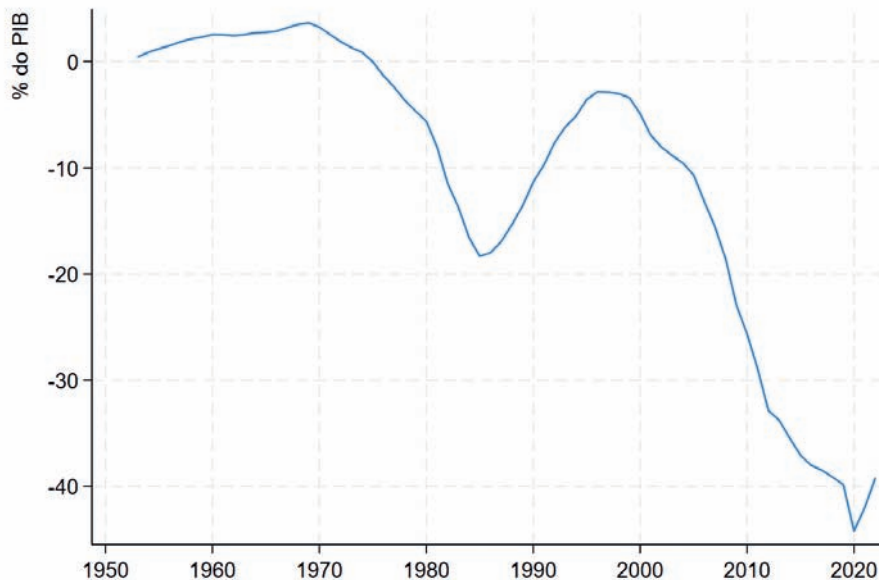
Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

No que respeita à evolução do saldo acumulado do rendimento primário da economia portuguesa, este pode ser analisado na Figura 2.18.

Assim, podemos distinguir quatro períodos distintos:

1. O primeiro período, de 1953 a 1974, foi caracterizado por saldos acumulados da balança de rendimento primário ligeiramente positivos, que crescem de +0,4% do PIB em 1954 para +3,7% do PIB em 1969.
2. No segundo momento, de 1975 a 1984, o saldo acumulado do rendimento primário da economia portuguesa tornou-se deficitário e apresentou uma tendência de deterioração (passando de aproximadamente 0% do PIB para -16,6% do PIB).
3. No terceiro momento, de 1985 a 1995, o saldo acumulado do rendimento primário melhorou significativamente, mas manteve-se negativo (passando de -18,3% do PIB para -3,6% do PIB).
4. Por último, de 1996 a 2022, o saldo acumulado do rendimento primário deteriorou-se a um ritmo mais intenso face ao verificado no segundo momento (passando de -2,9% do PIB para -39,2% do PIB), consequência do crescente endividamento externo da economia portuguesa.

Figura 2.18 - Saldo acumulado da balança de rendimento primário (em % do PIB)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

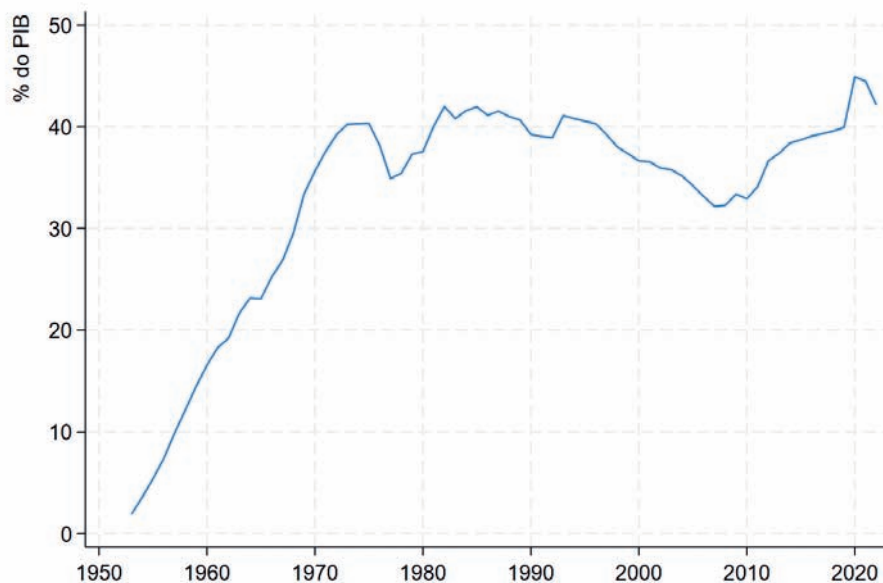
Por conseguinte, a elevada dívida externa do país reflete-se e tem como consequência um défice acumulado crescente da balança de rendimento primário que, por sua vez, representava em 2022 cerca de 39,2% do PIB, i.e., aproximadamente de 57,5% da dívida externa líquida do país.

No que respeita à evolução do saldo acumulado do rendimento secundário da economia portuguesa (vide Figura 2.19) é possível distinguir quatro períodos distintos:

1. O primeiro período, de 1953 a 1974, foi marcado por um aumento relevante neste indicador (passando de 1,9 % do PIB para 40,3% do PIB).
2. No segundo momento, de 1975 a 1995, o saldo acumulado do rendimento secundário manteve-se relativamente constante (passando de aproximadamente 40,3% do PIB para 40,6% do PIB).
3. No terceiro momento, de 1996 a 2007, o saldo acumulado do rendimento secundário deteriorou-se ligeiramente, mantendo-se, no entanto, positivo (passando de 40,3% do PIB para 32,3% do PIB).
4. Por último, de 2008 a 2022, o saldo acumulado do rendimento secundário apresentou um ligeiro aumento (passando de 32,3% do PIB para 42,1% do PIB).



Figura 2.19 - Saldo acumulado da balança de rendimento secundário (em % do PIB)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

A evolução dessa balança sugere que as remessas dos emigrantes tiveram um papel determinante no equilíbrio da balança corrente e de capital do país entre 1953 e 1974. Entre 1974 e meados dos anos 1990 o saldo acumulado registou uma taxa de crescimento similar à taxa de crescimento do PIB, evolução explicada não só pelas remessas de emigrantes como pelo crescimento das transferências correntes provenientes do Orçamento da UE. Entre 2010 e 2022, o peso do saldo acumulado do rendimento secundário volta a crescer cerca de 10 pontos percentuais do PIB, contribuindo para o equilíbrio da balança corrente e de capital do país.

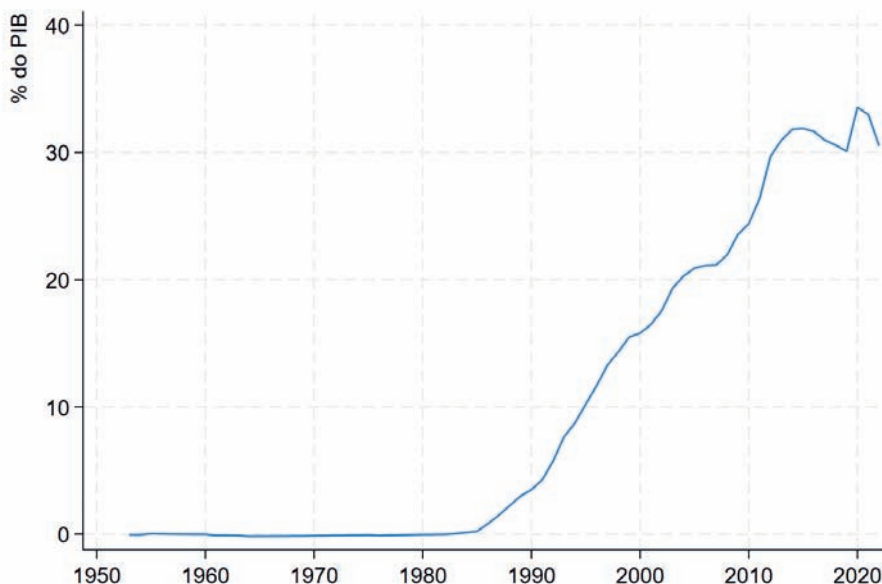
Finalmente, no que respeita à evolução do saldo acumulado da balança de capital, este indicador pode ser analisado na Figura 2.20

Assim, podemos distinguir dois períodos distintos:

1. O primeiro período, de 1953 a 1985, foi marcado por uma quase ausência de fluxos de capital (esta variável passou de aproximadamente 0% do PIB para 0,2% do PIB), coincidente, como expectável, com uma era em que a política económica do país (e a política económica de outros países do Ocidente) impunha controlos aos movimentos de capitais.
2. Por último, no período entre 1986 e 2022, o saldo acumulado da balança de capital apresentou um crescimento significativo (passando de

0,8% do PIB para 30,5% do PIB). Note-se que Portugal aderiu à União Europeia em 1986 e que, não obstante cláusulas derogatórias, o n.º 1 do artigo 63.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia estipula que: “são proibidas todas as restrições aos movimentos de capitais entre Estados-Membros e entre Estados-Membros e países terceiros”. Por outro lado, o grosso dessas transferências de capital resulta do modelo de financiamento do Orçamento da União Europeia em que as transferências de capital líquidas explícitas – do Orçamento da União para países com PIB per capita significativamente inferiores à média da União Europeia – aparentam ser significativas numa primeira abordagem, mas sempre muito inferiores às decorrentes de um modelo económico federal, e claramente insuficientes para fazer face aos défices da balança comercial agravados por transferências implícitas, por regulação, decorrentes dos custos de uma moeda única demasiado forte face à competitividade internacional da economia portuguesa. Por conseguinte, esses excedentes da balança de capital, sendo importantes porque em termos acumulados representam próximo de 30% do PIB, devem ser interpretados com cautela. O saldo anual da balança de capital nunca excedeu os 2,5% do PIB.

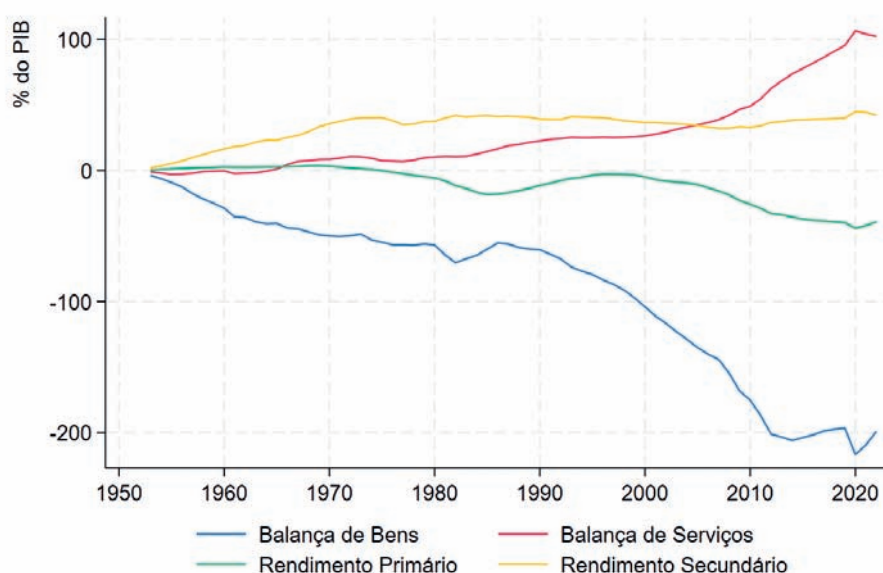
Figura 2.20 - Saldo acumulado desde 1953 da balança de capital (em % do PIB)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

A Figura 2.21 representa a evolução dos saldos acumulados desde 1953 das diferentes componentes da balança corrente e de capital. Este gráfico sugere que o muito elevado endividamento externo da economia portuguesa resulta de elevados e recorrentes défices da balança de bens e, a partir do final da década de 1990, em resultado do endividamento externo crescente, do défice acumulado da balança de rendimento primário. O défice acumulado da balança de bens estabilizou a partir de 2012 em cerca de 200% do PIB, o que indica que o défice acumulado dessa balança tem vindo a crescer à taxa nominal de crescimento do PIB.

Figura 2.21 - Saldo acumulado desde 1953  
das diferentes componentes da balança corrente e de capital (em % do PIB)



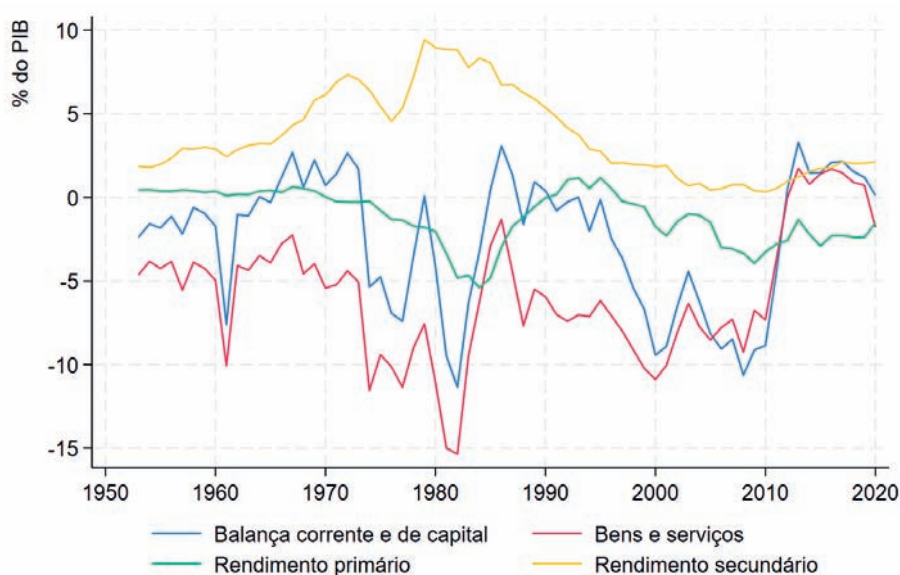
Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Assim, não obstante, a muito favorável evolução da balança de serviços, a dívida externa de Portugal só será sustentável se for possível reduzir de forma significativa o défice da balança de bens.

## 2.8. DESEMPENHO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL

Nesta secção, em contraste com as secções 2.6 e 2.7 em que se analisava o efeito acumulado, entre 1953 e 2022, da evolução de diferentes componentes da balança corrente e de capital, será analisado o desempenho anual e anual médio da balança corrente e de capital de Portugal entre 1953 e 2022, i.e., a evolução das necessidades líquidas de financiamento da economia portuguesa ilustrado pela Figura 2.22, bem como da balança de bens e serviços, rendimento primário<sup>11</sup> e do rendimento secundário.<sup>12</sup>

Figura 2.22 - Balança corrente e de capital (1953-2022, em % do PIB)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa, Banco de Portugal

De acordo com a Figura 2.23, verifica-se que, desde 1953, a economia portuguesa apresentou na generalidade dos anos, necessidades líquidas de financiamento positivas, “vivendo acima das suas possibilidades”, sendo que as exceções ocorreram apenas nos períodos de 1964-1973, 1985-1993, 2012-2021

<sup>11</sup> Na rubrica Rendimento Primário são registados os rendimentos resultantes da utilização dos fatores de produção (capital e trabalho). Exemplos de rendimentos associados ao capital são: juros, dividendos e lucros reinvestidos.

<sup>12</sup> Na rubrica Rendimento Secundário são registadas as transferências correntes entre residentes e não residentes. Em transferências correntes incluem-se as transferências pessoais, como por exemplo as remessas de emigrantes/imigrantes e os prémios de jogo, e, ainda, os donativos públicos, as multas e penalizações e as outras transferências.

e 2023-2024, anos em que foram registados excedentes externos (da balança corrente e de capital). O período desde 2012 constitui um dos períodos mais longos da História do país em que tal ocorre.

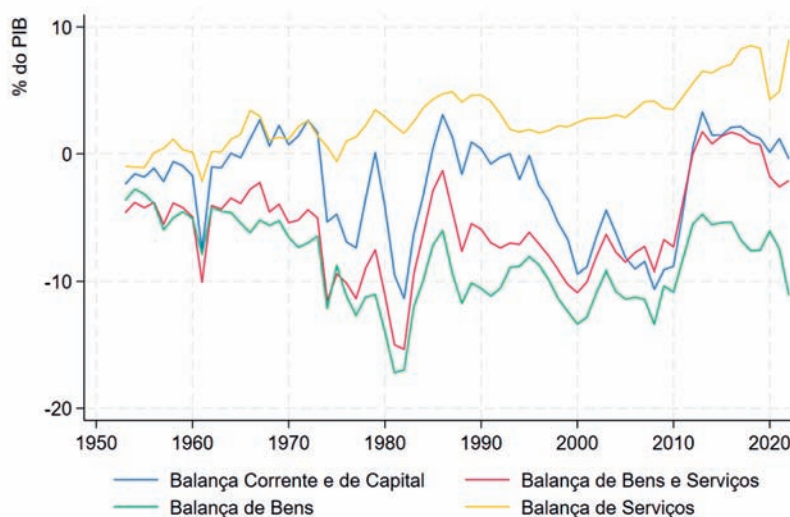
O facto de a economia portuguesa apresentar uma elevada necessidade líquida de financiamento pode ser explicado pelo défice recorrente da balança de bens em todo o período 1953-2022.

Note-se que, entre 1953 e 2022, o défice da balança de bens variou entre um mínimo de 2,8% do PIB em 1954 e um máximo de 17,2% do PIB em 1981 (vide Figura 2.23), tendo sido em média de 8,6% do PIB.

Entre 1974 e 2022, o défice da balança de bens representou, em média, 10% do PIB, apresentando dois regimes: períodos em que o défice da balança de bens cresce o que resulta em necessidades líquidas de financiamento do exterior crescentes; e períodos que se seguem aos três resgates do FMI, em 1977, em 1983-85 e em 2011-2014 (este último com a participação da UE), em que programas de austeridade se traduzem em melhorias drásticas da balança de bens e da balança corrente e de capital.

De salientar que em 2022, o défice da balança de bens foi de -26,5 mil milhões de euros, correspondendo a 11% do PIB, nível que se encontra significativamente acima da média histórica, facto que sinaliza a falta de competitividade internacional da economia portuguesa que não só se mantém ao longo destas últimas cinco décadas, como apresenta no passado recente uma tendência de clara deterioração.

Figura 2.23 - Componentes da balança corrente e de capital (1953-2022, em % do PIB)



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal

Nas últimas décadas, o elevado défice da balança de bens tem sido compensado pelo excedente da balança de serviços.

No entanto, apenas no período 2012-2019 e em 2023-2024, a economia portuguesa apresentou um excedente no saldo da balança de bens e serviços. Note-se que este é um desempenho sem precedentes desde o início desta série longa e, de facto, dados históricos sugerem que a balança de bens só registou excedentes em 1941-43 no século XX. Por outro lado, desde 2020, a balança de bens e serviços apresenta ligeiros défices em resultado sobretudo da deterioração dos termos de troca, por sua vez consequência em larga medida do aumento dos preços dos combustíveis em 2021 e 2022. Em 2022, o saldo da balança de bens e serviços de Portugal foi de -4,8 mil milhões de euros, correspondendo a um défice de 2% do PIB.

A principal razão para a evolução observada foi o desempenho muito favorável do saldo da balança de serviços que passou de um excedente médio de 3,2% do PIB no período 2000-2010, para 6,9% do PIB no período 2011-2019.<sup>13</sup>

Em 2022, o saldo da balança de serviços de Portugal foi de 21,5 mil milhões de euros, correspondendo a 9% do PIB.

Entre 1953 e 2022, o défice médio da balança de bens e serviços foi de 5,7% do PIB. Desde o estabelecimento da paridade fixa do escudo português para efeitos da adoção do euro, que ocorreu a 31 de dezembro de 1998, o défice médio da balança de bens e serviços foi de 4,4% do PIB, ou seja, 24,1% abaixo da média histórica.<sup>14</sup>

Como foi referido, desde 1953, a economia portuguesa apresentou curtos períodos com capacidade líquida de financiamento, i.e., um saldo da balança corrente e de capital positivo:

1. No período 1964-1973, o défice da balança de bens e serviços foi de, em média, de 4,1% do PIB. Adicionalmente, a balança de rendimento secundário apresentava um muito elevado excedente, em média, de 5,5% do PIB, resultado de elevadas taxas de emigração e de reduzidas remessas de imigrantes. Os excedentes recorrentes dessa balança explicam a capacidade líquida de financiamento observada nesse período.

---

<sup>13</sup> De acordo com Martins e Mamede (2022), a evolução positiva da balança de serviços deve-se a fatores essencialmente exógenos, nomeadamente a expansão internacional das companhias aéreas e à instabilidade política e social em países do Norte de África desde o evento da Primavera Árabe.

<sup>14</sup> No entanto, deve-se distinguir dois períodos distintos. Entre 1996 e 2010, ou seja, desde o início do processo de adesão ao euro e a crise das dívidas soberanas – o défice médio da balança de bens e serviços foi de 8,3% do PIB. Já no período entre 2011 e 2022, ou seja, desde o início da crise das dívidas soberanas até à pandemia da Covid-19 – o défice médio da balança de bens e serviços foi de 0,1% do PIB.

2. No período 1985-1993, o défice da balança de bens e serviços deteriorou-se, em média, para 5,5% do PIB. Adicionalmente, a balança de rendimento secundário continuou a apresentar um muito elevado excedente, em média, de 5,8% do PIB, contribuindo para um período em que o país apresenta necessidades de financiamento do exterior aproximadamente equilibradas.
3. No período 2012-2022, em que a balança de bens e serviços foi excedentária, em média, em 0,2% do PIB, numa primeira fase em resultado de dois programas de ajustamento em 2010 e em 2011-2014 que se traduziram na redução das importações de bens e numa significativa melhoria da balança de bens. A partir de 2014, a acima referida melhoria da balança de serviços contribui para a manutenção desse excedente da balança de bens e serviços até 2019.

Em contraste, os períodos em que a economia portuguesa apresentou necessidade líquida de financiamento foram os seguintes:

1. No período 1953-1963, apesar de o défice da balança de bens e serviços ter sido de dimensão comparativamente moderada – em média, de 4,9% do PIB – as balanças de rendimento primário e de rendimento secundário apresentaram excedentes de, em média, 0,3% e 2,6% do PIB, respetivamente, significativos mas de dimensão insuficiente para equilibrar a balança de corrente e de capital.
2. No período 1974-1984, o défice da balança de bens e serviços foi muito elevado, em média de 10,6% do PIB. Adicionalmente, a balança de rendimento primário deteriorou-se significativamente, representando, em média, 2,5% do PIB ao longo deste período.
3. No período 1994-2011, o défice da balança de bens e serviços foi significativo, em média, de 6,4% do PIB. Adicionalmente, a balança de rendimento primário apresentou um défice de, em média, 1,5% do PIB. Por último, o rendimento secundário que chegou a ser uma componente relevante para atenuar as restrições externas da economia portuguesa, passou a registar um excedente médio de, apenas, 1,3% do PIB neste período.



## **2.9. POSSÍVEIS EXPLICAÇÕES PARA O AUMENTO SÚBITO DA DÍVIDA EXTERNA DE PORTUGAL A PARTIR DE MEADOS DOS ANOS 1990**

Em suma, os dados apresentados na secção anterior sobre as necessidades de financiamento da economia portuguesa sugerem que esta se tem mantido recorrentemente deficitária entre 1953 e 2022 e sobretudo entre 1974 e 2022 em virtude de elevados défices da balança de bens ao longo das últimas décadas, pontuados por programas de ajustamento que se traduzem em melhorias da balança externa ou, em anos mais recentes, por uma extraordinária melhoria da balança de serviços. Contudo, a evolução do endividamento externo do país, medida pela PII ou pelos saldos acumulados da balança corrente e de capital, só se deteriorou significativamente a partir de 1996 (PII de -10% do PIB), estando praticamente equilibrada em 1992 (PII de -2% do PIB).

Existem duas principais explicações para essa alteração estrutural no regime de acumulação de endividamento (e outros passivos) externos a partir de meados dos anos 90.

A primeira dessas explicações é o facto de, à época, Portugal beneficiar de elevadas transferências unilaterais, resultantes de remessas de emigrantes e de fundos comunitários (*vide* Figuras 2.24 e 2.25).

Com a entrada de Portugal na União Europeia (UE) em 1986, deu-se um grande aumento do saldo<sup>15</sup> das transferências líquidas correntes e de capital, provenientes do Orçamento da UE (de ora em diante, transferências da UE), que passaram de 0,4% do PIB em 1986 para 3% do PIB em 1995.

A partir de 1995 o montante das transferências provenientes do Orçamento da UE em percentagem do PIB diminuiu, sobretudo após o alargamento da UE aos países de leste que se iniciou em 2004.<sup>16</sup>

Assim, no período entre 2012-2022, as transferências líquidas da UE para Portugal representaram, em média, 1,4% do PIB por ano.<sup>17</sup>

---

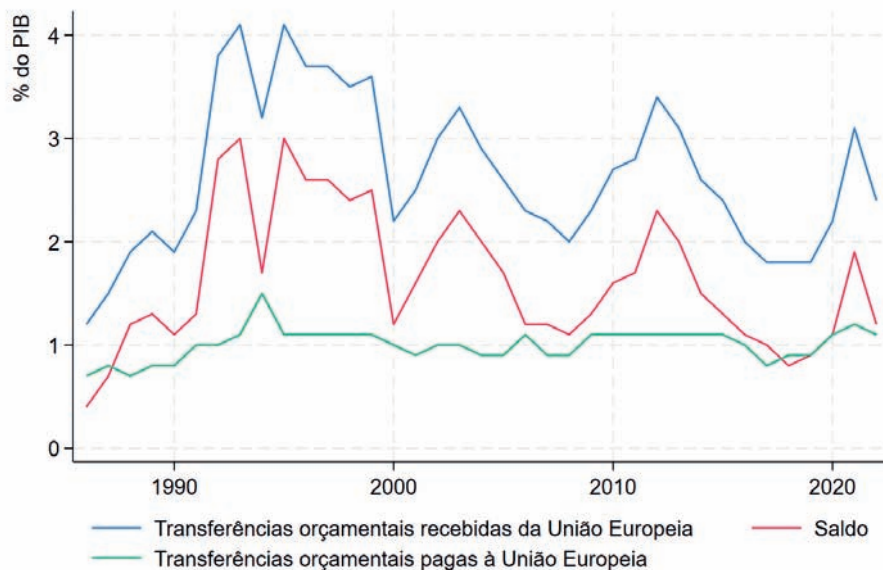
<sup>15</sup> O saldo das transferências líquidas com a UE é dado pela diferença entre o valor das transferências correntes e de capital proveniente do Orçamento da UE e o valor das transferências provenientes do Orçamento do Estado transferidas para o Orçamento da UE. Note-se que, como referido anteriormente, essas transferências líquidas, explícitas, não entram em linha de conta com transferências implícitas, por regulação que decorrem da arquitetura da UE e da Área do Euro (Cabral e Sousa, 2019).

<sup>16</sup> Outras razões apontadas para a redução do montante das transferências públicas com a UE serão explicitadas no capítulo seguinte.

<sup>17</sup> Em 2022, o montante das transferências orçamentais líquidas entre a UE e Portugal foi de 2,9 mil milhões de euros (1,2 % do PIB), em benefício de Portugal.



Figura 2.24 - Transferências orçamentais brutas e líquidas entre Portugal e a UE (em % do PIB)



Fonte: Pordata

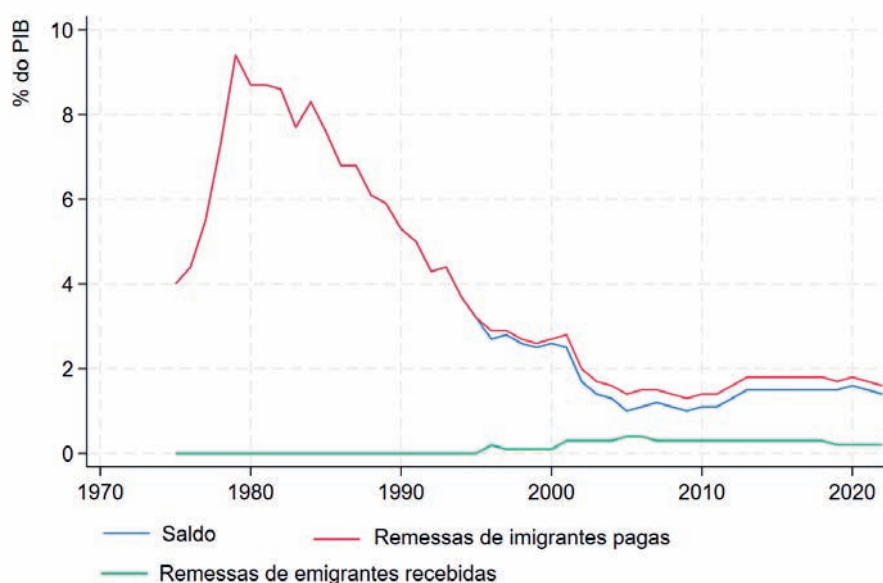
Até meados da década de 1990, as remessas de emigrantes contribuíam muito favoravelmente para as contas externas da economia portuguesa – representavam, em média, 7,4% do PIB por ano, no período 1975-1984 e 5,6% do PIB por ano, no período 1985-1994 (vide Figura 2.25).

A partir de 1995, e também com o aumento da imigração para Portugal, o saldo das remessas<sup>18</sup> diminuiu, passando de uma média de 2,3% do PIB no período 1995-2004, para 1,2% do PIB, no período 2005-2014.

No ano de 2022, o saldo das remessas foi favorável para Portugal em +3,4 mil milhões de euros, o que correspondia a 1,4% do PIB.

<sup>18</sup> O saldo das remessas é dado pela diferença entre o montante das remessas de emigrantes para Portugal e o montante das remessas de imigrantes para o estrangeiro.

Figura 2.25 - Remessas de emigrantes, remessas de imigrantes e saldo das remessas

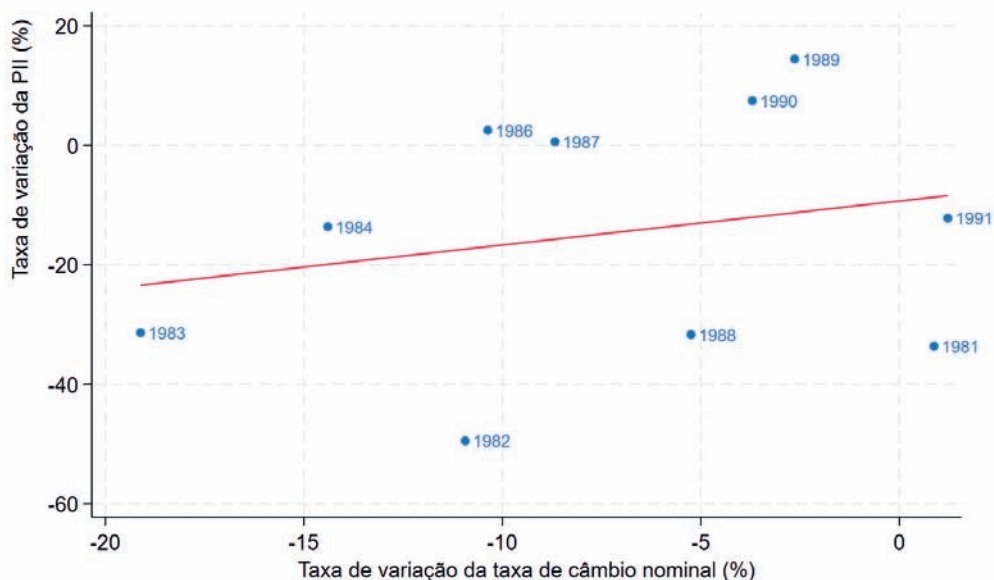


Fonte: Pordata

A segunda possível explicação (Cabral, 2011, 2013) é que com a estabilização da taxa de câmbio nominal doméstica face à taxa de câmbio dos nossos principais parceiros comerciais na Área do Euro e, em particular, com a adoção de uma moeda forte – o euro –, desaparece um estabilizador automático, a taxa de câmbio nominal, que permitia não só o reequilíbrio parcial da balança comercial através do aumento das exportações e a redução das importações, como também – e de forma a prazo economicamente mais relevante – o reequilíbrio dos stocks de ativos e de passivos do país, i.e., da posição de investimento internacional líquida e da dívida externa líquida do país, e do saldo do rendimento primário.

A Figura 2.26 sugere que a depreciação continuada da moeda nacional que ocorreu sobretudo até 1992 contribuiu (ou esteve associada) para uma maior sustentabilidade da dívida externa portuguesa, ao traduzir-se em melhorias da posição de investimento internacional líquida do país. Em concreto, estas séries históricas entre 1980 e 1991 sugerem que uma depreciação de 10% da moeda nacional face à média da UE-15 tende a estar associada à melhoria de 7,4% da posição de investimento internacional líquida do país (em termos nominais).

Figura 2.26 - Relação entre a taxa de depreciação da moeda nacional face à média da UE-15 e a taxa de variação da posição de investimento internacional líquida



Fonte: Ameco.

Nota:  $Taxa\ de\ variação\ da\ PII = \frac{\Delta PII(t)}{PII(t-1)} = \frac{PII(t) - BCC(t) - PII(t-1)}{PII(t-1)}$

Como se referiu acima, o segundo principal fator explicativo do elevado endividamento externo da economia portuguesa, atrás do défice acumulado da balança de bens, foi o recorrente e crescente défice do rendimento primário, que resultou num défice acumulado dessa balança de cerca de 40% do PIB em 2022.

Uma importante rubrica do saldo do rendimento primário são os juros pagos e recebidos do exterior.

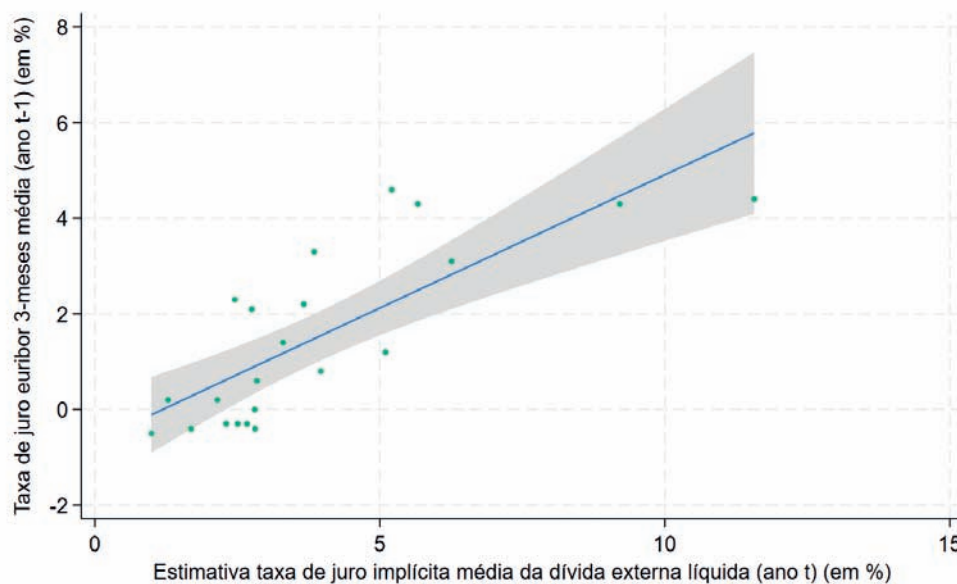
A Figura 2.27 traduz uma relação entre estimativas da taxa de juro de curto prazo e da taxa de juro implícita da dívida externa líquida (vide nota da Figura 2.27).

A evidência empírica sugere que um aumento da taxa de juro de curto prazo contribui para um aumento da taxa de juro implícita da dívida externa líquida.

Numa primeira fase, a política monetária restritiva do BCE, adotada entre 2008 e 2012 sob a presidência de Jean-Claude Trichet, contribuiu para o aumento da taxa de juro implícita da dívida externa líquida, isto é, para um mais rápido crescimento do défice e do défice acumulado da balança de

rendimento primário. Em contraste, a política monetária expansionista do BCE após 2012, sob a presidência de Mario Draghi, ao contribuir para uma redução da taxa de juro implícita da dívida externa líquida, permitiu uma melhoria da sustentabilidade da dívida externa portuguesa.

Figura 2.27 - Relação entre a taxa de juro de curto prazo (Euribor a 3 meses) e a taxa de juro implícita da dívida externa líquida



Fonte: Séries longas para a economia portuguesa e estatísticas da balança de pagamentos, Banco de Portugal e cálculos dos autores.

Nota: Taxa de juro de curto prazo = Taxa de juro média da Euribor a 3 meses (ano  $t - 1$ );  
 Taxa de juro implícita da dívida externa líquida (ano  $t$ ) =  $\frac{\text{Saldo da balança de rendimento primário (ano } t\text{)}}{\text{Stock da dívida externa líquida (ano } t - 1\text{)}}$

## **2.10. EVOLUÇÃO DA POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL DE OUTROS ESTADO-MEMBROS DA ÁREA DO EURO**

Por fim, importa analisar a evolução registada da posição de investimento internacional líquida (PII) de outros estados-membros da área do euro, de forma a comparar a mesma com a situação portuguesa. De acordo com a Figura 2.28, constata-se que a degradação da PII, não foi exclusiva a Portugal.

Alguns dos países da Periferia Europeia<sup>19</sup> que, em meados dos anos 1990, apresentavam uma PII relativamente equilibrada, nomeadamente, Grécia, Espanha e França, tornaram-se progressivamente devedores líquidos.

Por oposição, a PII dos países do Centro Europeu<sup>20</sup> evoluiu positivamente, e estes países tornaram-se progressivamente credores no seio da União Económica e Monetária Europeia.

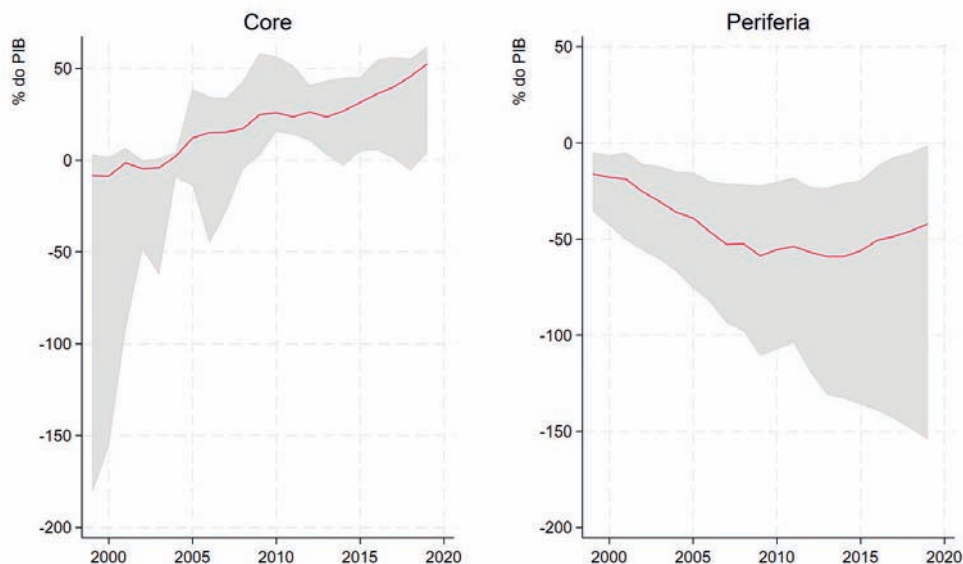
A Figura 2.28. sugere que a União Económica e Monetária se transformou numa união de estados-membros credores e devedores. O facto de vários estados-membros da área do euro registarem uma evolução da posição de investimento internacional líquida análoga e paralela, ainda que em graus diferentes, indicia que não serão políticas económicas nacionais o principal fator explicativo. Ao invés, sugere que a arquitetura da área do euro poderá ter contribuído para essa evolução diferenciada entre grupos de estados-membros do centro e da periferia (Alcobia e Cabral, 2024), não obstante transferências orçamentais líquidas provenientes do Orçamento da UE para alguns dos estados-membros que viram a sua posição de investimento internacional deteriorar-se mais significativamente – caso de Portugal, da Grécia e, em menor grau, da Espanha.

---

<sup>19</sup> Grabner et al. (2020) incluem Portugal, Espanha, França, Itália, Grécia e Chipre no grupo de países da Periferia, seguindo a classificação consagrada na literatura. Por se tratar de uma economia de reduzida dimensão, vamos excluir Chipre desta análise.

<sup>20</sup> Segundo Grabner et al. (2020), países como Áustria, Alemanha, Bélgica e Finlândia são classificados como parte do Centro, em linha com a literatura existente.

Figura 2.28 - Posição de investimento internacional líquida – estados-membros da periferia e do centro (“core”) da Área do Euro (em % do PIB)



Fonte: Eurostat e Alcobia e Cabral (2024).

Como defendido, entre outros, por Cabral e Sousa (2019) e pelo antigo presidente do Banco Central dos Países Baixos, Klaas Knot (Cabral, 2020a), a União Económica e Monetária promove, através da moeda única, transferências quasi-orçamentais implícitas, por regulamentação, dos estados-membros menos competitivos internacionalmente para os estados-membros mais competitivos internacionalmente. Essa poderá ser uma explicação para a transformação da área do euro numa união de estados-membros credores e devedores, que é desenvolvida em maior detalhe na Secção 3.



### **3. FATORES QUE EXPLICAM O CRESCIMENTO DA DÍVIDA EXTERNA**

Até meados dos anos 1990 a economia portuguesa apresentava uma posição de investimento internacional líquida negativa, mas não muito significativa em percentagem do PIB, como referido na Secção 2.

Constata-se que o passivo externo líquido da economia portuguesa apresentou uma tendência de melhoria entre 1980 a 1992 – não obstante o facto de, no período 1953-1992, a economia portuguesa ter registado défices recorrentes e significativos da balança de bens e serviços e, com frequência, défices da balança corrente e de capital.

Nesta Secção identificam-se e analisam-se fatores explicativos para a evolução observada da dívida externa de Portugal caracterizada na Secção 2, de acordo com a literatura (e.g., Cabral, 2011, 2013a, 2013b; Cabral et al., 2015; Louçã et al., 2017; Febrero et al., 2018; Mamede, 2020; Alcobia e Cabral, 2024).

De salientar que embora Portugal possa ter implementado políticas económicas públicas desadequadas ou contraproducentes (Secção 3.1), é pouco provável que esse tenha sido o principal fator explicativo para o aumento da dívida externa do país tanto mais que outros estados-membros periféricos da área do euro, com políticas económicas e orçamentais muito distintas da portuguesa – note-se o caso de Espanha e sobretudo da Irlanda – registaram trajetórias de evolução da dívida externa líquida e dos passivos externos líquidos análogas à da economia portuguesa (vide Figuras 2.1 e 2.28),



os principais determinantes para o endividamento externo crescente terão sido choques externos assimétricos de natureza quasi-exógena (Secção 3.2), a própria moeda única ao eliminar a taxa de câmbio nominal como estabilizador automático da economia portuguesa (Secção 3.3), a expansão da procura interna em resultado de fluxos de capitais especulativos (Secção 3.4), o perfil de especialização da economia portuguesa (Secção 3.5), as deficiências na arquitetura da área do euro (Secção 3.6) e adicionalmente a inexistência de instrumentos de política económica<sup>21</sup> para responder de forma conveniente e efetiva a esses desequilíbrios (Secção 3.7).

### **3.1. POLÍTICAS ECONÓMICAS NACIONAIS CONTRAPRODUCENTES**

Durante o período da crise das dívidas soberanas, a fundamentação dominante para os desequilíbrios da economia portuguesa, – em particular, para o elevado défice orçamental e para a trajetória de crescimento das dívidas pública e externa – era de que os impactos assimétricos negativos verificados sobre Portugal e sobre os restantes países periféricos se deviam a políticas nacionais desadequadas que provocaram um excessivo endividamento público e privado dos mesmos, aliados a uma deterioração da competitividade externa destas economias (Sinn, 2014; Shambaugh, 2012).

De facto, o consenso dominante era de que os países do centro da área do euro (do inglês, os países "core"), nomeadamente a Alemanha, apresentavam um modelo económico dinâmico e flexível e, por oposição e em contraste, os países da periferia apresentavam um modelo económico obsoleto e bastante rígido.

Constata-se que desde o final da década de noventa se verificou uma deterioração da competitividade-preço das economias periféricas da área do euro, nomeadamente da economia portuguesa.

Vários economistas argumentam que as políticas públicas e a política orçamental em particular foram inadequadas e contribuíram para esse desempenho.

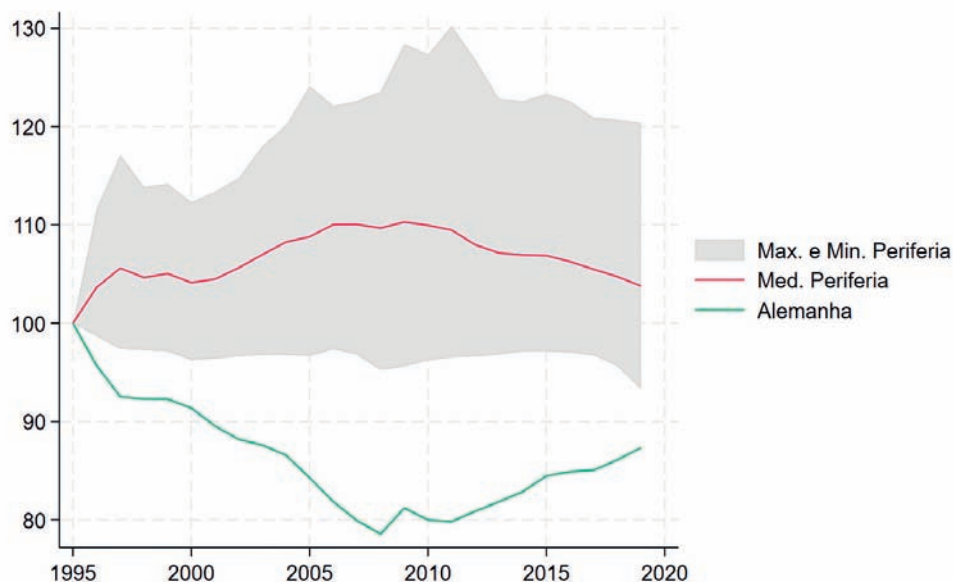
Por um lado, a tese dominante é que o país não soube aproveitar o período de crescimento económico rápido que se observou sobretudo na segunda metade

---

<sup>21</sup> Progressivamente os países periféricos deixaram de poder definir à escala nacional a sua política industrial, monetária e cambial - existindo ainda restrições relevantes à execução da política orçamental.

da década de 1990 para promover reformas estruturais que contribuíssem para aumentar a eficiência e o dinamismo da economia portuguesa no longo prazo. Em concreto, algumas das reformas estruturais consideradas necessárias incluem reformas do mercado de trabalho e do subsídio de desemprego, reformas do sistema de segurança social (e do sistema de pensões) público e reformas das Administrações Públicas, nomeadamente do sistema remuneratório dos funcionários públicos, por exemplo, de forma a impedir progressões automáticas na carreira em função do tempo de serviço e de forma a reduzir o número de funcionários públicos. É igualmente argumentado que as políticas públicas permitiram que os salários crescessem mais rapidamente que a produtividade do fator trabalho.<sup>22</sup>

Figura 3.1 - Custo unitário do trabalho a preços constantes, estados-membros da periferia e Alemanha (1995 = 100)



Fonte: AMECO

A Figura 3.1 sugere que essa tese é incorreta. De acordo com os dados disponíveis os aumentos dos salários (e dos custos unitários do trabalho) nos estados-membros periféricos da área do euro foram relativamente moderados

<sup>22</sup> Na realidade, choques exógenos adversos terão tido maior impacto na competitividade da economia portuguesa do que a política salarial nacional. Entre esses choques exógenos, destacam-se: a entrada da China na Organização Mundial do Comércio em 2001, o alargamento da União Europeia aos países da antiga União Soviética a partir de 2004, as reformas Hartz IV de 2003 do mercado laboral da Alemanha durante a era Gerhard Schröder.

até 2010 – um aumento dos custos unitários do trabalho<sup>23</sup> inferior a 10% entre 1995 e 2010 –, tendo vindo a diminuir desde então. Esse desenvolvimento não é exagerado considerando o menor estágio de desenvolvimento inicial dessas economias e a convergência nominal e real expectável na União Económica e Monetária. Contudo, na Alemanha, as reformas Hartz IV do mercado laboral em 2003 traduziram-se em quedas dos salários em termos reais o que, em conjunto com ganhos de produtividade significativos da indústria e dos serviços da Alemanha, resultou numa queda estimada dos custos unitários do trabalho desse país de cerca de 20% entre 1995 e 2010. Em resultado, entre 1995 e 2010 o diferencial de custos unitários de trabalhos entre Alemanha e os estados-membros periféricos da área do euro cresceu cerca de 37,5%.

Assim, não é tanto o caso que a política económica laboral nacional tenha sido inadequada, mas sim que a alteração da política económica laboral da maior economia da área do euro – a Alemanha – tenha tido um impacto muito significativo e adverso na economia portuguesa e noutras economias da periferia da área do euro, por via do aumento relativo dos respetivos custos unitários do trabalho.

Ou seja, uma política económica laboral doméstica e endógena à Alemanha resultou num choque assimétrico quasi-exógeno adverso às economias dos estados-membros da periferia da área do euro, isto porque a governação económica da área do euro não prevê a articulação das políticas económicas nacionais, quando destas resultam externalidades (negativas) significativas para as restantes economias da área do euro.

Note-se ainda que parte das reformas consideradas estruturais e necessárias pelo consenso dominante foram sendo progressivamente implementadas nas primeiras duas décadas deste século, em particular, na sequência do programa de ajustamento económico-financeiro da UE e do FMI assinado em maio de 2011 e da respetiva condicionalidade estrita definida nos memorandos de entendimento desses contratos de empréstimo ao país.

Por outro lado, é argumentado que a política orçamental portuguesa, através de investimento excessivo em infraestrutura rodoviária e do recurso à desorçamentação da despesa pública – por exemplo, com recurso a parcerias público-privadas para a construção de autoestradas sem custos para os utilizadores – foi despesista e pró-cíclica e promoveu o desenvolvimento de sectores não transacionáveis em prejuízo da competitividade internacional da economia em sectores de bens e de serviços transacionáveis.

---

<sup>23</sup> O custo unitário do trabalho é uma medida dos custos laborais ajustados à produtividade do fator trabalho. É definido como o rácio da remuneração média por trabalhador empregado sobre o quociente do PIB sobre a população ocupada.

### **3.2. A TAXA DE CÂMBIO NOMINAL COMO ESTABILIZADOR AUTOMÁTICO DA ECONOMIA PORTUGUESA**

O crescimento do passivo externo líquido pode ser explicado em parte pela estabilização da taxa de câmbio nominal do escudo face às moedas dos principais parceiros comerciais do país (taxa de câmbio ponderada média da UE-15) que se verificou a partir de meados dos anos 1990 (Cabral, 2011).

No entanto, de acordo com essa tese, a causa para o crescimento do passivo externo líquido não foi a degradação do saldo da balança comercial, mas sim uma redução do excedente da balança de transferências unilaterais quando expresso em moeda nacional, e simultaneamente e economicamente mais relevante, efeitos cambiais no balanço financeiro do país que conduziram a uma deterioração do défice da balança de rendimentos.

Assim, no período anterior a 1992, a dinâmica de depreciação do escudo face às moedas dos principais parceiros comerciais do país apresentava quatro mecanismos de transmissão com efeitos favoráveis na balança corrente e de capital e na posição de investimento internacional líquida:

1. O efeito reconhecido na literatura da depreciação da taxa de câmbio nominal na balança comercial, ao contribuir para um mais rápido crescimento das exportações e para a redução (da taxa de crescimento) das importações;
2. O efeito favorável no rendimento secundário, dado que as remessas de emigrantes para o país, em moeda forte, contribuíam para o crescimento do saldo da balança de rendimento secundário em percentagem do PIB;
3. A depreciação do escudo contribuía para a valorização dos ativos financeiros detidos por residentes portugueses no estrangeiro, quando expresso em moeda nacional ou para a depreciação dos ativos financeiros detidos por residentes estrangeiros em Portugal, quando expressos em moeda estrangeira, o que resultava numa melhoria da posição de investimento internacional líquida do país em percentagem do PIB (vide Figura 2.26);
4. Por outro lado, a melhoria da posição de investimento internacional líquida do país traduzia-se na redução dos défices recorrentes e acumulados da balança de rendimento primário: os rendimentos auferidos dos ativos denominados em moeda estrangeira tendiam a crescer a taxas superiores à taxa de crescimento dos rendimentos pagos pelos passivos financeiros detidos por não-residentes denominados em moeda nacional.

Pelos mecanismos de transmissão identificados acima, apesar de, no período 1953-1992, o nível da despesa interna ter sido sistematicamente superior ao nível da produção interna, i.e., não obstante saldos da balança corrente e de capital de, em média, -1,7% do PIB, a depreciação continuada do escudo em termos nominais terá permitido a manutenção de uma trajetória sustentável da posição de investimento internacional líquida (-2% do PIB em 1992) e da dívida externa líquida (+2,7% do PIB em 1998).

Como sugerem as Figuras 2.24 e 2.25, o baixo passivo externo líquido de Portugal antes da adesão ao euro era também explicado pelo montante elevado de remessas de emigrantes e fundos comunitários em percentagem do PIB que se verificou até meados da década de 1990.

Este montante elevado de remessas de emigrantes e fundos comunitários seria suficiente para compensar os elevados e recorrentes défices da balança de bens.

Com a implementação de uma âncora cambial face ao marco alemão a partir de 1992, com a adesão de Portugal ao Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu e posteriormente com a adesão à moeda única em 1999, este efeito atenuou-se, perdendo relevância. Assim, a partir de 1993, o peso das remessas de emigrantes em percentagem do PIB iniciou uma tendência de queda.

Ou seja, a maior estabilidade cambial do escudo face às moedas dos principais países europeus resultou numa redução do peso das remessas de emigrantes em percentagem do PIB. Isto porque, até 1992, a depreciação persistente do escudo contribuiu para reforçar o montante dessas transferências em moeda nacional (assim como em percentagem do PIB) e, por outro lado, para reduzir o valor das remessas de imigrantes para o exterior.

Por outro lado, a partir dos anos 1990, após os anos iniciais de adesão à União Europeia, o peso em percentagem do PIB das transferências orçamentais líquidas da União Europeia para Portugal também diminuiu.

Adicionalmente, não podemos também excluir os impactos positivos de uma depreciação cambial sobre o saldo da balança de bens e serviços (Missio e Jayme, 2012; Rodrik, 2008; entre outros).

Por último, o supracitado e não despidendo efeito da depreciação cambial na posição internacional de investimento líquido e, por essa via, no rendimento primário (*vide* Figura 2.26).

Por estas razões apontadas, o fim da depreciação do escudo e a adesão ao euro pode ter ou terá mesmo contribuído para uma dinâmica de crescimento insustentável do passivo externo líquido e das necessidades líquidas de

financiamento da economia portuguesa, em resultado da eliminação da taxa de câmbio nominal como estabilizador automático da balança externa e da posição de investimento internacional líquida do país.

### **3.3. EXPANSÃO DA PROCURA INTERNA NA SEQUÊNCIA DE FLUXOS DE CAPITAIS ESPECULATIVOS**

Até meados dos anos 1990, aquando da implementação da estratégia da âncora cambial face ao marco alemão, Portugal era um dos países na União Europeia com taxas de juro mais elevadas: a taxa de juro nominal era superior a 15 por cento, o que se refletia numa taxa de juro real também elevada.

De acordo com Barradas et al. (2018), devido à liberalização do sector bancário português,<sup>24</sup> ao movimento com vista à liberalização dos movimentos de capitais dentro do mercado único Europeu e, por fim, devido ao início do processo de convergência nominal com vista à criação da União Económica e Monetária, verificou-se uma forte redução das taxas de juro reais em Portugal e nos restantes países da periferia europeia, a partir de 1995.

Assim, devido à redução do risco cambial, os fluxos de capitais tenderam a fluir para países da periferia europeia (nomeadamente Portugal), contribuindo assim para uma redução dos spreads, e por essa via, verificou-se uma tendência de convergência de taxas de juro no seio da União Europeia (Blanchard e Giavazzi, 2002).

A redução das taxas de juro reais, em paralelo com o aumento dos salários, e uma maior confiança por parte dos agentes económicos (famílias e empresas) incentivou a concessão de crédito, constituindo um importante estímulo para o aumento do consumo privado e do investimento privado.

De acordo com Mamede (2020), desde meados da década de noventa verificou-se um forte crescimento do crédito bancário ao sector privado, sendo que o valor dos empréstimos a empresas não financeiras e a particulares passou de 77% do PIB em 1995 para 170% do PIB em 2007.

Como se pode constatar na Figura 3.2, o aumento do crédito concedido teve impactos relevantes no aumento do nível do endividamento do sector privado.<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup> Neste período, verificou-se um aumento da concorrência no sector bancário devido à abertura do sector financeiro ao investimento privado e devido à privatização de bancos anteriormente nacionalizados.

<sup>25</sup> A dívida do sector privado é o stock de passivos das Sociedades Não Financeiras, Famílias e Instituições Sem Fins Lucrativos.

Figura 3.2 - Dívida consolidada do sector privado não financeiro (em % do PIB)



Fonte: Eurostat

Ou seja, o principal componente do aumento da dívida externa bruta e líquida da economia portuguesa foi o aumento substancial do endividamento de agentes do sector privado, o qual cresce de cerca de 80% do PIB em 1995 para 150% do PIB em 2001.

Como se pode constatar através da Figura 3.3, no período anterior ao eclodir da crise das dívidas soberanas (ou da crise do euro), a dívida pública portuguesa em percentagem do PIB, apesar de apresentar uma tendência de crescimento, encontrava-se ainda em valores relativamente próximos de 60% do PIB.

Nesse período, o aumento da dívida pública portuguesa e dos restantes países periféricos deveu-se essencialmente a três fatores (Lapavitsas et al., 2010):

1. À necessidade de os Estados salvarem os respetivos sistemas financeiros num contexto da crise financeira internacional de 2007-2009;
2. À quebra de receitas fiscais no período 2007-2009, num contexto de recessão económica profunda;
3. À existência de estabilizadores automáticos da despesa pública que normalmente se verificam num período de crise económica.

Figura 3.3 - Dívida consolidada das Administrações Públicas (ótica de Maastricht, em % do PIB)



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

O aumento da procura interna a partir de 1995 em resultado dos fatores identificados acima, ao provocar uma expansão acentuada das importações, contribuiu também para uma tendência de deterioração da balança de bens e serviços.

Esta visão é partilhada por Gaulier e Vicard (2012), que constataam que a deterioração do saldo da balança corrente que se verificou em Portugal e nos restantes países da periferia, a partir de meados dos anos noventa, não se deveu a uma deterioração da competitividade dos sectores exportadores, mas sim devido ao rápido crescimento da procura interna nestes países, com impactos adversos na evolução das importações de bens e serviços.

Constata-se que no período 1995-2007, o desempenho da atividade exportadora da economia portuguesa esteve sensivelmente ao nível da média da zona euro (Mamede, 2020; Cabral, 2009, 2011b).



### 3.4. PERFIL DE ESPECIALIZAÇÃO DA ECONOMIA PORTUGUESA

Como se referiu na Secção 2, a economia portuguesa tem apresentado défices recorrentes da balança de bens desde a década de cinquenta, padrão aliás que é estrutural e que se mantém desde 1776, de acordo com os poucos registos históricos disponíveis (INE, 2001).

Diversos autores constatarem a existência de uma associação entre o grau de sofisticação das estruturas produtivas dos países da área do euro e a evolução das contas externas desde meados dos anos noventa (Simonazzi et al., 2013; Storm e Naastepad, 2015; Alcobia e Cabral, 2024; Teixeira et al., 2014; Mamede, 2022).

Conclui-se que os países que mais aumentaram o seu endividamento externo foram aqueles que inicialmente, aquando da criação da moeda única, dispunham de uma estrutura produtiva menos sofisticada.

Por oposição, países que dispunham de uma estrutura produtiva tecnologicamente mais sofisticada, com níveis de complexidade tecnológica e de produtividade mais desenvolvidos, apresentaram progressivamente uma melhoria do seu nível de passivo internacional líquido.

De facto, os países da periferia europeia (Portugal incluído), pelo facto de apresentarem um nível educacional mais reduzido da sua força de trabalho, infraestruturas e stock de capital inferiores, uma menor dimensão média das suas empresas, e uma estrutura produtiva menos intensiva em capital, tendem a produzir bens e serviços de menor nível de qualidade e/ou menor intensidade tecnológica, e por essa razão, a sua produção de bens apresentará um valor acrescentado bruto mais reduzido (Verspagen e Wakelin, 1993; Botta, 2014).

Pelo facto de produzirem bens e serviços com um nível tecnológico mais reduzido, apresentam uma menor possibilidade de diferenciar os bens e serviços produzidos, e por essa via, a competitividade externa destas economias vai-se basear no nível dos preços de exportação.<sup>26</sup> Assim, a elasticidade procura-preço de bens e serviços produzidos em Portugal e restantes países da periferia europeia será mais elevada, o que será uma limitação relevante.<sup>27</sup>

Os países da periferia europeia não concorrem diretamente com os países tecnologicamente mais avançados da União Europeia, nomeadamente a Alemanha. De facto, um dos problemas mais relevantes destas economias, é que numa ótica

---

<sup>26</sup> Contribuindo dessa forma para salários baixos.

<sup>27</sup> Neste contexto, a apreciação do euro de 0,90 dólares em 1999 para 1,60 dólares em 2008, teve impactos mais nefastos em Portugal e restantes países da periferia europeia do que para os países do centro europeu.

de competitividade-preço, tendem a apresentar custos (nomeadamente custos salariais) incomportáveis face a economias emergentes (exemplo – China ou Índia), e, no entanto, não dispõem de uma estrutura produtiva suficientemente sofisticada que lhes permita competir pela qualidade ou pela intensidade tecnológica (Storm e Naastepad, 2015; Felipe e Kumar, 2014).<sup>28</sup>

De acordo com a literatura, os fatores não-preço tendem a ser mais importantes, sendo derivados da designada lei de Thirlwall (1979), através do qual o crescimento das economias é restringido pelo rácio de elasticidade rendimento das exportações e a elasticidade rendimento das importações. Por oposição, a evidência empírica sugere que a elasticidade preço das exportações e importações é pouco relevante, e os preços relativos são neutros no longo prazo (Léon-Ledesma, 2002; Soukiazis, Cerqueira e Antunes, 2013; Carvalho e Lima, 2009).

Um dos indicadores mais relevantes que procura medir a competitividade não-preço das diversas economias é o Índice de Complexidade Económica (Hidalgo e Hausmann, 2009).<sup>29</sup> Este indicador é bastante utilizado na literatura económica (Hidalgo, 2021; Gala et al., 2018; Neagu e Teodoru, 2019).

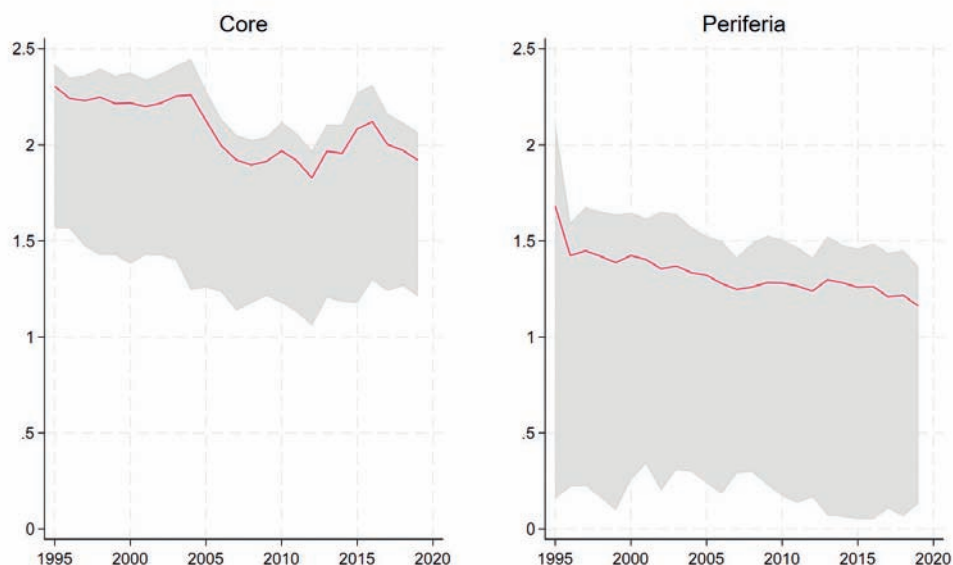
De acordo com a Figura 3.4, constata-se que se verificava uma importante divergência no Índice de Complexidade Económica nos países da periferia face aos países do centro da área do euro.

---

<sup>28</sup> Cimoli et al. (2010) constatarem que os países que obtiveram maior sucesso económico foram os que apresentaram mudanças estruturais em sectores económicos com evoluções de procura internacional mais dinâmicas ou que apresentavam mais oportunidades tecnológicas, nomeadamente ao nível do potencial de inovação produtiva.

<sup>29</sup> Este indicador é calculado tendo em conta o grau de sofisticação e a diversidade dos bens produzidos. Por essa via, um maior índice de complexidade económica, significa um nível mais elevado de competitividade não preço de um dado país.

Figura 3.4 - Índice de Complexidade Económica – estados-membros do centro (“core”) e da periferia da Área do Euro



Fonte: Alcobia e Cabral (2024)

De facto, o alargamento da União Europeia aos países da Europa de Leste, assim como a entrada da China na Organização Mundial de Comércio, ao significar um aumento da concorrência internacional, constituiu um importante choque económico assimétrico quasi-exógeno para os países da periferia da UE.

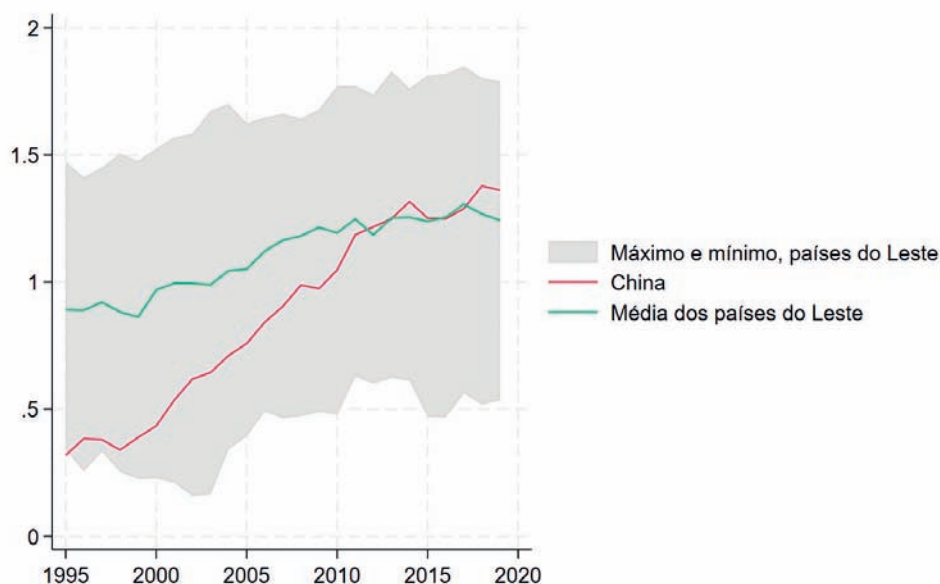
O choque é quasi-exógeno no sentido em que as autoridades nacionais dos estados-membros da periferia não souberam ou não tiveram poder para reivindicar mecanismos de compensação, nomeadamente transferências orçamentais compensatórias, face ao que se antevia como choques externos assimétricos adversos sobre as respetivas economias que, por outro lado, se traduziram em choques externos assimétricos favoráveis em relação às economias mais desenvolvidas e mais competitivas internacionalmente do centro europeu, que beneficiaram do acesso ao mercado da China e ao mercado dos países da Europa de Leste, bem como à redução dos custos de produção por via da deslocalização de instalações fabris dos seus próprios países e dos estados-membros da periferia da UE para a China e para os países da Europa de Leste.

A título de exemplo, os países da Europa de Leste passaram a estar integrados nas cadeias de valor das estruturas produtivas dos países do centro europeu (Celi et al., 2018; Gräbner e Hafele, 2020; Simonazzi et al., 2013).

Este facto contribuiu para uma maior ocorrência de deslocalização de unidades industriais em Portugal (assim como nos restantes países da periferia da UE), e também uma redução dos influxos de investimento direto estrangeiro em sectores industriais.

A integração dos países da Europa de Leste e da China no comércio internacional, ao permitir um maior influxo de investimento direto estrangeiro em sectores industriais contribuiu para uma mudança estrutural nestas economias no sentido de aumentar a importância da produção de bens transacionáveis tecnologicamente sofisticados nestes países (vide Figura 3.5).

Figura 3.5 - Índice de Complexidade Económica – estados-membros da antiga USSR (Europa de leste) e China



Fonte: Observatory of Economic Complexity e Banco Mundial

A deslocalização de unidades industriais teve ainda impactos adversos ao nível tecnológico da estrutura produtiva e no aumento do desemprego em Portugal (Botta e Tippet, 2020; Hafele e Gräbner, 2020; Mamede, 2015).<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Adicionalmente, o sector industrial tende também a ser aquele com maior potencial de internacionalização. Por essa via, uma tendência de deslocalização de unidades produtivas do sector industrial destes países pode potenciar a deterioração do saldo da balança corrente (Ehmer, 2014).

No período em causa, verificou-se também um aumento do peso relativo dos sectores não transaccionáveis e uma redução do peso relativo dos sectores transaccionáveis<sup>31</sup>, tanto em Portugal como nos restantes países da periferia europeia.

De acordo com Mamede (2020), verifica-se uma relação inversa entre a evolução do peso relativo dos "sectores não transaccionáveis" e a evolução das contas externas dos diversos países.

Os influxos de capitais externos que se verificaram desde meados da década de noventa em Portugal e nos restantes países da periferia, privilegiaram sobretudo os sectores não transaccionáveis.

Por essa razão, de acordo com diversos autores (Alcobia e Cabral, 2024; Batavia e Nandakumar, 2016) estes influxos de capitais externos que se verificaram desde o processo de convergência com vista à criação da moeda única podem ter contribuído para um efeito de Doença Holandesa em Portugal e nos restantes países da periferia europeia. O argumento é que os influxos de capitais externos levaram a uma mudança estrutural adversa no perfil de especialização da economia portuguesa, contribuindo para um aumento da relevância de setores não transaccionáveis. Uma das razões para o sucedido é o facto destes sectores serem mais dependentes das condições de financiamento, ou ainda, o facto de existirem mais garantias em termos de colaterais para o financiamento de projetos de investimento em sectores não transaccionáveis (Reis, 2013).<sup>32</sup>

Bresser-Pereira e Rossi (2015), consideram que os desequilíbrios da balança corrente de Portugal e dos restantes países da periferia se deveram a uma degradação das taxas de câmbio internas ocorridas devido a um aumento dos Custos Unitários de Trabalho (CUT) nestes países desde a criação do euro (face aos países do core europeu).

Assim, o desajustamento de taxas de câmbio internas pode ter contribuído para o aumento da disparidade tecnológica e industrial nos países da periferia (incluindo Portugal).<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Note-se que muitos sectores que no passado eram considerados não transaccionáveis, e.g., serviços de construção, imobiliário, educação e formação, medicina têm tido recentemente um contributo favorável para as exportações de serviços, não se enquadrando na definição tradicional de sectores não transaccionáveis. Deve salientar-se ainda o contributo favorável para a balança corrente de serviços de valor acrescentado incorporados na produção de bens transaccionáveis.

<sup>32</sup> Adicionalmente, a entrada de fundos externos levou a uma tendência de crescimento cumulativo destes sectores, porque o balanço das empresas nestes sectores ficou artificialmente inflacionado (o que originou um acréscimo de financiamento e alocação de fatores produtivos para estes sectores (Botta et al., 2022).

<sup>33</sup> De facto, enquanto Portugal e os restantes países da periferia europeia especializaram-se nos sectores não transaccionáveis, e por oposição os países do core aumentaram a importância do sector industrial de maior intensidade tecnológica.

Note-se que quando referimos que se verificou uma deterioração relativa dos CUT em Portugal e nos restantes países periféricos (vide figura 3.1), a causa para este facto não foi um crescimento excessivo dos salários (e acima do crescimento da produtividade de trabalho). Pelo contrário, constata-se que o peso dos salários no produto diminui na generalidade dos países da periferia da UE.<sup>34</sup>

De facto, diversos autores (Felipe e Kumar, 2014; Piton, 2017) argumentam que o aumento dos CUT nestes países pode ser explicado pela tendência de aumento do peso relativo dos sectores não transaccionáveis.

Como foi referido, alguns sectores não transaccionáveis com poder de mercado, nomeadamente monopólios naturais, pelo facto de estarem protegidos da concorrência internacional, possuem um maior poder de mercado, podendo dessa forma contribuir para o crescimento dos preços.

### **3.5. ARQUITETURA DA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA**

De acordo com diversos economistas (Baldwin e Giavazzi, 2015; Febrero et al., 2018; Bresser-Pereira e Rossi, 2015) as causas iniciais da crise das dívidas soberanas Europeias foram a ocorrência de desequilíbrios de balança de pagamentos de Portugal e restantes países da periferia europeia. Para os autores, estes desequilíbrios deveram-se a um endividamento excessivo por parte dos agentes privados (de forma a financiar os défices sistemáticos de balança corrente destes países), e à súbita paragem de fluxos de capital num contexto de aumento da desconfiança por parte dos investidores internacionais.<sup>35</sup>

Este endividamento veio a revelar-se insustentável, e a dívida privada acabou por ser transformada em dívida pública, devido à inexistência de outras alternativas politicamente viáveis.

Nesta Secção serão abordadas as debilidades institucionais e da arquitetura da União Económica e Monetária identificadas na literatura.

---

<sup>34</sup> Verificou-se crescimento dos salários nominais (e reais) nos países da periferia, mas o aumento da produtividade do trabalho foi ainda mais forte.

<sup>35</sup> Gros (2015) argumenta que países com excedentes de balança corrente ou com um reduzido passivo externo líquido não foram severamente afetados no contexto da Crise das Dívidas Soberanas (independentemente do nível da sua dívida pública).

### 3.5.1. TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS

Aquando da implementação do mercado comum, e posteriormente com a criação da União Económica e Monetária, o princípio que esteve por base da adoção destas decisões de política económica, foi a consideração que um aumento da integração económica das economias, nomeadamente através da redução das barreiras tarifárias, ou a diminuição de outros custos de transação, possibilitaria um incremento da eficiência económica, induzindo assim um ritmo de crescimento do produto mais acelerado para a generalidade das economias (Balassa, 1967).

No entanto, de acordo com a teoria das áreas monetárias ótimas, é possível que uma dada União Económica e Monetária apresente debilidades (nomeadamente institucionais), e por essa via, não possa ser considerada uma área monetária ótima, à semelhança do que por exemplo se verifica no caso dos Estados Unidos da América (Kenen, 1969; Mundell, 1961).

Uma das condições para que uma área monetária seja ótima<sup>36</sup> é a existência de flexibilidade dos fatores produtivos.

Assim, na sequência de um choque assimétrico, os fatores produtivos irão mover-se,<sup>37</sup> preservando desse modo o equilíbrio nesse mercado.

De facto, no caso da área do euro, por diversas razões, nomeadamente a existência de maiores barreiras culturais (diferentes estados nação com diferentes idiomas), num contexto em que a taxa de desemprego seja elevada num dado país, a mão-de-obra desse país terá mais reticências em procurar emprego e emigrar para outros países em que a taxa de desemprego seja mais reduzida, inviabilizando assim a existência de um equilíbrio agregado no mercado de trabalho nos países da referida área monetária.<sup>38</sup>

Em situações em que existe rigidez na mobilidade dos fatores produtivos, será adequado a existência de um orçamento federal substancial, de forma a fornecer recursos financeiros numa dada região, para assim fazer face a esses choques assimétricos.

---

<sup>36</sup> Benefícios superiores aos custos de uma área monetária comum.

<sup>37</sup> Afastando-se de onde existe excesso e dirigindo-se para onde existe escassez do referido fator produtivo.

<sup>38</sup> No caso dos Estados Unidos, esta barreira não se verifica pois, para além de não haver a barreira da língua, há uma forte identidade nacional e uma forte mobilidade geográfica da população.

### 3.5.2. TRANSFERÊNCIAS FINANCEIRAS IMPLÍCITAS E EXPLÍCITAS

De acordo com Barba e de Vivo (2023), a existência de mecanismos de transferências orçamentais relevantes, permitirão que uma dada região não apresente desequilíbrios de balança corrente.<sup>39</sup> De acordo com os autores, uma importante diferença entre os Estados Unidos da América e a União Europeia é a disparidade existente no que diz respeito ao nível das receitas e das despesas federais.

Enquanto no caso dos Estados Unidos da América as receitas e as despesas federais totais eram cerca de 20 por cento do Rendimento Nacional Bruto (RNB), no caso da União Europeia, estas rubricas eram de apenas 1 por cento do RNB, não permitindo dessa forma, a existência transferências orçamentais significativas entre estados-membros e, por outro lado, não impedia que um estado-membre fosse sujeito a crises de balança de pagamentos.

Assim, para assegurar a estabilidade da área do euro, para promover a convergência económica entre as economias e para aumentar a sustentabilidade da dívida externa dos países-membros (nomeadamente, a de Portugal), seria fundamental o aumento do orçamento federal, de forma a possibilitar o estabelecimento de políticas contracíclicas de forma mais efetiva (de Grauwe e Ji 2018; Barba e de Vivo, 2013; Beneito e Cháfer, 2020). Em concreto, esse orçamento federal deveria promover transferências orçamentais explícitas significativas, de forma a contrabalançar as transferências implícitas que resultam da moeda única, como defendido por Barba e de Vivo (2013) e vários outros autores.

Gasparotti e Kullas (2019) através de uma análise empírica, concluíram que o impacto da criação do Euro não foi homogéneo para os diversos estados.

Do lado dos países que beneficiaram com a criação da moeda única, destaca-se a Alemanha com ganhos de 23 116 euros per capita (1,9 biliões de euros), ganhos que se acentuaram no período posterior à Crise das Dívidas Soberanas.

Do lado dos prejudicados destaca-se a Itália, com uma perda de 73 605 euros per capita (4,3 biliões de euros).

De acordo com o referido estudo, Portugal é também um dos países prejudicados pela criação do euro, em 40 604 per capita (424 mil milhões de euros).

---

<sup>39</sup> Irá ocorrer um fluxo positivo na balança financeira que evitará a existência de crises de balanças de pagamentos.



No período anterior à criação da União Económica e Monetária, as moedas de alguns dos Estados-membros eram mais fortes devido a uma estrutura produtiva mais sofisticada, baseada num maior nível de intensidade tecnológica e nível de produtividade (nomeadamente os estados-membros do centro da UE). Por oposição, outras moedas eram naturalmente mais fracas devido a uma estrutura produtiva mais débil, baseada na produção de bens geradores de menor valor acrescentado (nomeadamente os países da periferia).

Aquando da criação da moeda única, a cotação do euro passou a ser a média ponderada da taxa de câmbio associada a estruturas produtivas heterogéneas. Por essa razão, países com taxas de câmbio mais fracas foram relativamente prejudicados.

Os decisores políticos destes países, nomeadamente Portugal, ao aderirem a uma moeda excessivamente forte (face ao perfil da sua estrutura produtiva), aceitaram aplicar um imposto implícito sobre os seus sectores transacionáveis, transferindo-o de forma periódica para os países do core, nomeadamente a Alemanha, para o qual o euro permanece subvalorizado (Perotti e Soons, 2020).

Assim, o euro resulta num subsídio recorrente aos países com estruturas produtivas mais sofisticadas, e por oposição, num imposto, também recorrente, aos países com estruturas produtivas mais fracas (Cabral e Sousa, 2019; Cabral, 2020a). Por essa razão, sendo o euro, um sistema de impostos e transferências implícitas (devido aos desvios da taxa de câmbio face à situação ótima), deveria ser compensado por um sistema de impostos e transferências explícitas.

Em contraste, no caso da área do euro, existe um conjunto alargado de regras de natureza orçamental (Pacto de Estabilidade e Crescimento de 1997, Tratado Orçamental de 2012 e regras orçamentais complementares), nomeadamente com o estabelecimento de limites máximos para o valor do défice e dívida pública em percentagem do PIB, com essas regras orçamentais de carácter preventivo e corretivo (leia-se, punitivo) a prever inclusive multas ou a suspensão de transferências correntes do orçamento da União Europeia para os estados-membros que não respeitem as regras orçamentais, na perspetiva das autoridades europeias.

Adicionalmente, com o estabelecimento do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos por parte da Comissão Europeia, passaram a estar identificados desequilíbrios externos e problemas de competitividade por parte dos Estados-membros.

Foi assim criado um conjunto alargado de regras relativas às contas externas dos estados-membros:

1. O saldo médio móvel (3 anos) da balança corrente dos estados-membros deve estar compreendido entre -4% e +6 % do PIB;
2. A posição de investimento internacional líquida dos estados-membros deve ser superior a -35% do PIB.

Assim, um dos problemas do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos é o facto dessas regras serem de natureza meramente indicativa, não existindo por essa via, sanções financeiras sobre países com excedentes externos excessivos. A perspetiva dominante, nomeadamente a de vários economistas desses estados-membros, é que os elevados excedentes externos desses estados-membros refletem a elevada competitividade internacional dos respetivos sectores de bens e serviços transacionáveis, e que estados-membros não devem ser penalizados por serem “demasiado” competitivos.

Outra crítica possível é o facto de as regras do procedimento por desequilíbrios macroeconómicos relativas aos saldos da balança corrente não serem simétricas – são mais restritivas para países devedores do que para países credores.

Não é assim de estranhar que no caso da área do euro, os desequilíbrios externos se tenham tornado persistentes, devido à inexistência de mecanismos estabelecidos para os solucionar (Simonazzi et al., 2013; Whyte, 2010).<sup>40</sup>

### **3.5.3. RESTRIÇÕES À PROCURA AGREGADA NOS ESTADOS-MEMBROS DO CENTRO DA ÁREA DO EURO**

Desde o início do século e até à crise das dívidas soberanas, apesar da área do euro no seu todo ter apresentado um saldo da balança corrente sensivelmente equilibrado, existiram importantes diferenças por tipo de país – os excedentes dos estados-membros do centro da área do euro foram sensivelmente simétricos face aos défices dos estados-membros da periferia.<sup>41</sup>

De entre os excedentes dos países do centro da área do euro, o excedente da balança corrente mais relevante é o da economia alemã.

---

<sup>40</sup> A este respeito, destaca-se a existência de elevados e recorrentes excedentes de balança corrente da Alemanha: desde 2011, nunca foram inferiores a 6 por cento do PIB.

<sup>41</sup> De acordo com De Grauwe (2013), entre 2000 e 2012 o excedente acumulado da balança corrente da Alemanha foi aproximadamente igual ao défice acumulado combinado das balanças correntes da Grécia, Itália, Portugal e Espanha.

De acordo com diversos autores (Stockhammer e Sotiropoulos, 2014; Lapavitsas et al., 2010), a principal razão para a dimensão elevada dos excedentes externos da economia alemã não foi a excessiva competitividade externa deste país, mas sim uma reforma de mercado trabalho que se traduziu numa política salarial restritiva, com queda dos salários nominais e dos custos unitários do trabalho (nomeadamente, como referido acima, devido a uma reforma da legislação laboral em 2003 – as reformas Hartz IV – também conhecidas por agenda 2010), com impactos negativos na evolução da procura agregada da Alemanha e da área do euro (Lapavitsas et al., 2010).

Algumas das medidas de política económica definidas no âmbito dessas reformas foram a redução das contribuições sociais e do montante e do âmbito dos subsídios de desemprego. No mesmo período, e com a expansão da União Europeia aos países do Leste Europeu, as empresas alemãs beneficiaram de mão de obra barata e qualificada desses países, conseguindo dessa forma aumentar a competitividade externa da economia alemã.

Assim, não é de excluir que as reformas laborais e outras políticas económicas que resultaram numa melhoria da competitividade internacional da economia alemã – o que se pode designar uma política mercantilista que visou aumentar os excedentes externos dessa economia, bem como de outros estados-membros do centro da área do euro – teve impactos negativos nos países da periferia área do euro, porque implicou uma redução da taxa de crescimento das exportações deste segundo grupo de estados-membros para os países do centro da área do euro e um aumento da taxa de crescimento das importações da periferia provenientes dos estados-membros do centro e, adicionalmente, porque devido a um excesso da procura internacional de euros, a moeda única tendeu a valorizar-se face a uma situação contrafactual (em que estes excedentes não se verificassem).<sup>42</sup>

#### **3.5.4. RESTRIÇÕES À POLÍTICA ORÇAMENTAL DOS ESTADOS-MEMBROS DA ÁREA DO EURO**

Na área do euro existem dois importantes mecanismos e condicionantes à utilização da política orçamental pelos diversos estados-membros.

Em primeiro lugar, como alerta de Grauwe (2013), um dos mais relevantes problemas da União Económica e Monetária é o facto dos diversos estados

---

<sup>42</sup> E como se referiu, um euro mais apreciado teria um impacto mais lesivo sobre os países da periferia do que sobre os países do centro da área do euro.

emitirem dívida numa moeda, cuja emissão não controlam. Assim, estes países não têm qualquer garantia de que serão capazes de refinanciar periodicamente as suas dívidas públicas.

Essa situação foi bem visível no auge da crise das dívidas soberanas em que, face ao aumento das taxas de juro das obrigações soberanas no mercado secundário e devido à inexistência de um prestador de último recurso,<sup>43</sup> Portugal e outros estados-membros da periferia da área do euro viram-se obrigados a implementar políticas orçamentais pró-cíclicas, nomeadamente, aumentos de impostos, cortes de pensões de reforma e dos salários dos funcionários públicos, redução do investimento público, redução do número dos funcionários públicos, e privatizações de monopólios públicos, entre outras medidas para reduzir as suas necessidades de financiamento externo e para apresentar políticas "conservadoras que convencessem os mercados financeiros" (Abreu et al., 2013).

Em segundo lugar, as regras orçamentais que existem no seio da área do euro desde o final dos anos noventa, como o Pacto de Estabilidade e Crescimento e, mais tarde, o Tratado Orçamental e regras orçamentais complementares, criaram importantes restrições à efetividade da política orçamental dos estados-membros.

Em particular, a Figura 3.6 sugere que o investimento público, que chegou a representar mais de 5% do PIB por cento no período 1995-2000,<sup>44</sup> foi utilizado por sucessivos governos de Portugal como instrumento pró-cíclico de consolidação orçamental a partir do início do século XXI visando atingir os objetivos orçamentais definidos pelas regras orçamentais europeias, tendo registado uma queda abrupta no período da crise das dívidas soberanas. Somente após 2015, o governo volta a aumentar o investimento público que, no entanto, se mantém abaixo de 3% do PIB em 2022.

---

<sup>43</sup> O BCE não é um prestador de último recurso dos estados-membros da área do euro. Em contraste, tal situação não se colocava com moeda própria, em que o Banco de Portugal assegurava até ao início dos anos 1990 que o Tesouro português seria sempre capaz de refinarar dívida pública titulada que chegava à maturidade.

<sup>44</sup> E também em 2010, com a adoção de políticas expansionistas para fazer face à Grande Recessão.

Figura 3.6 - Evolução do investimento público (em % do PIB)



Fonte: AMECO

De acordo com Ferreira (2022), o multiplicador do investimento público num painel de 11 países da Zona Euro é de 1,87, i.e., o gasto de 1 euro em investimento público tem um impacto económico positivo de 1,87 euros na atividade económica (i.e., no PIB). Assim, o investimento público é das rubricas de despesa pública mais relevantes e com maior capacidade para gerar atividade económica, tanto a curto prazo como a longo prazo, possibilitando aumentos do stock de capital da economia e promovendo expansões da capacidade produtiva (Abiad et al., 2016).

O nível anémico de investimento público que se tem verificado em Portugal tem importantes consequências económicas para o país.

Botta et al., (2018) consideram que a austeridade orçamental (particularmente o facto de o investimento público se encontrar a níveis anémicos) teve impactos graves nos estados-membros periféricos da área do euro, contribuindo para um aumento do gap tecnológico face aos estados-membros mais desenvolvidos do centro da área do euro. Existem dois mecanismos de transmissão para o desempenho observado:

1. Por um lado, a contração da despesa pública e, em particular, do investimento público resultou num aumento do desemprego, tendo também impactos negativos no nível do capital humano e na perda de competências dos trabalhadores.

2. A menor acumulação de capital penaliza a evolução do progresso técnico nos estados-membros da periferia da área do euro.

Estes fatores acabaram por agravar as limitações tecnológicas dos países da periferia da área do euro e por essa via, não os permitiu aumentar a qualidade e a intensidade tecnológica dos seus bens produzidos.

### **3.5.5. EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA COMUM**

Com a criação da União Económica e Monetária, os diversos estados-membros deixaram de definir à escala nacional a sua política monetária<sup>45</sup> e esta passou a ser definida pelo Banco Central Europeu (BCE).

De acordo com o n.º 1 do artigo 127º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, o principal objetivo do BCE é a estabilidade de preços.

Trata-se de uma diferença relevante face à Reserva Federal dos EUA ou a outros Bancos Centrais cujo mandato é duplo – estabilidade de preços e o pleno emprego –, isto é, em relação a bancos centrais cuja política monetária também procura maximizar a atividade económica e o emprego.

Por outro lado, a política monetária definida pelo BCE visa garantir a estabilidade de preços da UE como um todo, podendo a referida política ter efeitos expansionistas num conjunto de países e efeitos contracionistas para outros países, efeito tanto mais relevante quanto maior for a divergência de desempenho económico observada no conjunto da área do euro.

Como se referiu anteriormente, na primeira década dos anos 2000, a taxa de inflação dos estados-membros da periferia foi superior à taxa de inflação média da área do euro. Por essa razão, uma taxa de juro única para todos os estados-membros da área do euro implicou uma taxa de juro real mais reduzida para os países da periferia, o que por um lado constituiu um estímulo à atividade económica nesses países (através de um aumento do consumo e investimento privados) mas, por outro lado, incentivou um aumento das importações, e também uma maior especialização das atividades produtivas em sectores não transacionáveis.

Acresce que, entre 2008 e 2018, as economias dos estados-membros da periferia da área do euro registaram um crescimento económico anémico sem precedentes, ou mesmo, no caso da Grécia, uma queda abrupta do PIB – Portugal

---

<sup>45</sup> Inicialmente com a Serpente Monetária (banda cambial deslizante) e com o Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio, o grau de independência da política monetária passou a estar mais restringido.

cresceu 0,1% por ano em média nesse período – enquanto os estados-membros do centro da área do euro registaram taxas de crescimento que, não sendo robustas, eram positivas e significativas.

Assim, diversos autores argumentam que a política monetária única do BCE pode ter sido um importante mecanismo que incentivou a acumulação de desequilíbrios externos na área do euro (Alcobia e Cabral, 2024; Rossi e Bresser-Pereira, 2015).

## **4. ESTRATÉGIAS PARA A REDUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA**

O objetivo deste trabalho é, como acima referido, identificar uma estratégia e medidas de política económica concretas que permitam ao país reduzir o seu nível de dívida externa.

Para o efeito, esta secção analisa literatura sobre estratégias e metodologias propostas de redução da dívida externa, a evidência empírica sobre casos internacionais de redução da dívida de vários países nas últimas décadas, bem como a evidência empírica da variação do nível de dívida externa na sequência da adoção das estratégias mais frequentes de redução da dívida externa de países, nomeadamente aquelas preconizadas pelo FMI, estratégias baseadas em reestruturação de dívida, e estratégias baseadas em medidas ditas protecionistas, como controlos aos movimentos de capitais e controlo da taxa de câmbio, controlos quantitativos das importações e ou outras medidas de política industrial protecionistas genéricas.

### **4.1 LITERATURA SOBRE DESEQUILÍBRIOS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA**

Há uma vasta literatura sobre episódios de sobre-endividamento externo, elementos da qual se confundem e se abordam em parte na literatura sobre estratégias de desenvolvimento económico de países subdesenvolvidos



(Cohen, 1993). Destacam-se nesta secção alguns autores e contributos que se consideram relevantes para a definição de uma estratégia de melhoria da sustentabilidade da dívida externa.

#### 4.1.1 KEYNES

Antes da Primeira Guerra Mundial e no período entre as duas guerras mundiais, as obrigações financeiras resultantes de dívida externa eram saldadas sobretudo através de remessas de ouro, de certas divisas ou de outros metais preciosos (Keynes, 1919, 1943; Eichengreen, 1996; Reinhart e Rogoff, 2009). No caso de vários países desenvolvidos que utilizavam o padrão ouro, a dívida externa podia mais legitimamente confundir-se com dívida doméstica, no sentido que era redimida da mesma forma.<sup>46</sup> Contudo, à semelhança de um regime sob taxas cambiais fixas da atualidade, remessas de ouro para o estrangeiro para amortizar dívida externa resultavam numa redução da massa monetária em circulação no país, com consequências adversas para a atividade económica. Eichengreen (1996) considera que é a utilização do padrão ouro que explica a gravidade da Grande Depressão, na medida que o padrão ouro subjacente ao sistema financeiro internacional dessa era serviu como mecanismo de transmissão do choque adverso à procura agregada dos EUA para as economias desenvolvidas do resto do mundo e obstou à utilização de políticas orçamentais e/ou políticas monetárias de estabilização económica. Argumenta ainda que só foi possível retomar a trajetória de crescimento após o abandono do padrão ouro.

Keynes (1923, 1936) defendia o abandono do padrão ouro, que considerava uma relíquia histórica. Keynes argumentava que a moeda deveria ser fiduciária e emitida pelo soberano, para assegurar que as autoridades pudessem ajustar a oferta de moeda à atividade económica impedindo, por exemplo, que esta diminuísse em resultado de choques exógenos externos. Keynes notou que, sob o padrão ouro a política monetária confundia-se e consistia na sua essência em política cambial, focada prioritariamente (e muitas vezes exclusivamente) em manter a paridade entre a moeda e o padrão ouro. Ao invés, com soberania monetária com uma moeda fiduciária, a política monetária poderia focar-se somente no controlo da taxa de juro e assim assegurar que a atividade económica doméstica se encontrava num equilíbrio próximo do seu potencial, i.e., do equilíbrio de pleno emprego.

<sup>46</sup> Em particular, nos EUA, até o decreto presidencial de Roosevelt de 1933, os credores de dívida pública ou privada podiam exigir ser pagos em dólares ou no montante correspondente em ouro, mantendo o ouro uma paridade fixa com o dólar entre 1833 e 1913 de 18,93 dólares por onça e, entre 1920 e 1932, de 20,5-20,7 dólares por onça.

Para Keynes (1936) e para Eichengreen (1996), no período entre as duas Guerras Mundiais países com excedentes externos acumularam reservas de ouro e viam a sua base monetária (e a oferta moeda) aumentar enquanto países com défices externos registavam ao invés quedas da base monetária e da oferta de moeda com efeitos recessivos, facto que, segundo Keynes, contribuiu para a Grande Depressão de 1929-1933.

Keynes também salientou que a dívida externa era diferente de dívida doméstica na sua obra seminal de 1919, referindo-se à exigência de elevadas reparações de guerra das potências vencedoras da primeira Guerra Mundial sobre a Alemanha derrotada, que privaram a Alemanha de parte da sua capacidade produtiva e que a deixaram com um muito elevado stock de dívida externa que teria de ser redimida em ouro. Keynes (1919) defendeu que a Alemanha nunca seria capaz de pagar essa muito elevada dívida externa porque a única forma de o fazer seria através do aumento das exportações líquidas desse país. Keynes argumentou que a tentativa de forçar a Alemanha a pagar essa dívida externa iria ter consequências adversas sobre a atividade económica e sobre o desemprego nesse país, o que a prazo poderia vir a precipitar uma nova guerra mundial. A dívida externa da Alemanha que resultou da imposição de reparações de guerra foi reestruturada várias vezes entre 1924 e 1931 e foi posteriormente perdoada. É, aliás, em parte em consequência deste aviso premonitório e correto de Keynes que, após o fim da Segunda Guerra Mundial, as potências vencedoras decidiram não impor reparações de guerra às potências derrotadas. De notar que também Adam Smith (1776) tinha argumentado que a dívida externa onerava mais uma economia do que a dívida doméstica, porque dívida doméstica não dá lugar ao pagamento de rendimentos para o exterior e, por essa via, a Nação não se torna mais pobre. Com dívida doméstica ocorre uma transferência de rendimento de agentes devedores para agentes credores de um dado país.

A estratégia de Keynes para a redução da dívida externa de países é exposta em várias das suas obras (Skidelsky, 1996), nomeadamente no seu opus – a "Teoria Geral" de 1936 – e, em particular, na proposta que apresentou nas negociações de Bretton Woods em 1943-1944 para a criação da International Clearing Union e de uma moeda internacional – a bancor – para potenciar o crescimento da atividade económica, regularizando e normalizando desequilíbrios da balança de pagamento (Keynes, 1919, 1936, 1943).

Para Keynes, o problema (demasiado) complexo do desenvolvimento económico deveria ser resolvido numa abordagem modular à escala nacional, com cada estado a procurar maximizar a procura agregada doméstica (e assim a atividade económica) para um nível próximo do seu potencial de que resultaria o pleno emprego. Se cada estado seguisse essa estratégia, seria

possível maximizar a atividade económica e o emprego a nível global. Por outro lado, esse problema tornava-se mais simples, porque era necessário apenas estudar que condições seriam necessárias para que cada estado pudesse assegurar o pleno emprego, que são conhecidas em conformidade com o modelo macroeconómico proposto por Keynes na sua Teoria Geral (Keynes, 1936; Skidelsky, 1996).

Keynes também considerava, contra a corrente dominante de então e da atualidade, que o problema do desenvolvimento económico resultava de estratégias mercantilistas económicas. Segundo Keynes, alguns estados adotavam políticas económicas baseadas na contração da procura agregada doméstica substituindo essa deficiência da sua procura agregada pela procura agregada de outros países, exportando muito mais do que importavam, como forma de potenciar o seu crescimento económico e do emprego, tornando-se a prazo credores do resto do mundo. Joan Robinson (1947), uma importante discípula de Keynes, designa por "beggar-thy-neighbor" as políticas para fomentar o crescimento económico que a generalidade dos países adotaram na década de 1930, baseadas no crescimento induzido pelas exportações. Nesse período ocorreu um ambiente de guerra cambial, em que os diversos países tentavam desvalorizar artificialmente a sua taxa de câmbio de forma a "exportar a recessão para o resto do mundo", causando uma deterioração do produto e do emprego nas restantes economias (Eichengreen, 1996).

Keynes defendia que essa estratégia económica conduzia a recessões periódicas, explicando a Grande Recessão e que, para o evitar, o ajustamento económico não deveria concentrar-se apenas nos países deficitários, passando também a ser realizado pelos países excedentários, que deveriam ser penalizados por excedentes excessivos. Nessas condições, esses países seriam incentivados a expandir a respetiva procura agregada (i.e., a sua procura interna), de forma a promover o aumento das importações e a redução do excedente externo. As propostas de Keynes podem ser resumidas da seguinte forma (Keynes, 1943):

- Controlos quantitativos às importações para países deficitários;
- Moeda fiduciária própria;
- Objetivo único da política monetária seria controlar a taxa de juro doméstica para assegurar o pleno emprego;
- Controlos aos movimentos de capitais, sobretudo os de curto prazo;
- Instituição multilateral internacional (International Clearing Union, ou ICU) que serviria de 'estabilizador automático' em crises de balanças de pagamentos;

- Comércio internacional realizado com recurso a uma nova unidade de conta internacional – a *bancor* –, que não seria uma verdadeira moeda internacional;
- Ajustamento realizado sobretudo por países excedentários, que deveriam pagar juros (e não auferir juros) sobre elevados stocks de créditos externos e a reapreciar as respetivas moedas face ao *bancor*. De facto, países com excedentes acumulados de *bancor* deveriam pagar juros de pelo menos 5% sobre esses créditos, que aumentariam para 10% para créditos excessivos em *bancor* (i.e., posições de investimento internacional líquida demasiado excedentárias). Dessa forma, teriam o incentivo a estimular a respetiva procura agregada doméstica e assim a aumentar as suas importações (Steil, 2013, p. 143);
- Países deficitários deveriam ter acesso automático a generosos empréstimos externos (linha de crédito automática da ICU) em *bancor*, empréstimos esses a taxas de juro baixas, mas crescentes, e sem condicionalidade estrita, i.e., sem que os credores externos tivessem o poder para impor medidas de política económica doméstica, nomeadamente políticas de austeridade orçamental. Contudo, se os défices externos persistissem, os países deficitários poderiam ser obrigados a vender as reservas de ouro e a impor restrições aos movimentos de capitais (Steil, 2013);
- Países deficitários com défices externos recorrentes deveriam, face a défices externos acumulados excessivos, desvalorizar a sua moeda face ao *bancor* de forma que a nova taxa cambial contribuísse para o reequilíbrio da balança de pagamentos dessas economias.

Em suma, a estratégia de Keynes para evitar elevados níveis de dívida externa (e, mais importante, para assegurar uma trajetória de desenvolvimento económico próxima do seu potencial e com pleno emprego) consistia em: (i) a estratégia de ajustamento externo de países com balança de pagamentos deficitária deveria basear-se em aumentos da procura agregada global; em particular, países deficitários não deveriam realizar ajustamentos externos através de políticas económicas contracionistas (de austeridade); deveriam ser os países excedentários a adotar políticas expansionistas; (ii) os países deficitários deveriam procurar assegurar o equilíbrio da balança comercial, nomeadamente através do controlo quantitativo das importações; (iii) eliminar (ou minimizar substancialmente) o défice da balança de rendimento primário de países deficitários através de financiamento de poupança externa na nova moeda internacional (“*bancor*”) sem custos ou com taxas de juro muito baixas (1%) – uma linha de crédito internacional disponibilizada pelo ICU, automática e generosa à altura –; (iv) promover o investimento privado e público através

do controlo da taxa de juro doméstica e da proibição de fugas de poupança doméstica para o exterior através de controlos de capitais (que ocorreriam se as taxas de juro e as taxas de rentabilidade no exterior fossem mais elevadas); e (v) periodicamente, se necessário, o ajustamento externo de países deficitários poderia ser potenciado através de depreciação da moeda nacional face à moeda comércio internacional proposta por Keynes – o bancor.

#### **4.1.2. BRETTON WOODS, O FMI E O CONSENSO DE WASHINGTON**

Não foi a proposta nem a tese de Keynes que saiu vencedora das negociações de Bretton Woods. Foi antes a proposta de Harry Dexter White – economista internacional chefe do Departamento do Tesouro dos EUA, a potência mercantilista de então – que vingou, com algumas concessões à proposta de Keynes.

Foram criadas instituições multilaterais, nomeadamente as que vieram a dar origem ou a ser redenominadas como Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial. Os 29 estados-membros fundadores do FMI comprometeram-se a manter uma taxa de câmbio fixa com o dólar (numa banda de flutuação de 1%). Os EUA comprometeram-se por sua vez a manter a paridade do dólar com o ouro (uma onça troy de ouro com o valor de 34,7 dólares). Os EUA comprometeram-se a assegurar que os bancos centrais dos estados-membros do FMI poderiam converter as suas reservas de dólares em ouro junto da Reserva Federal.<sup>47</sup>

Crises de balança de pagamentos e de endividamento externo excessivo seriam resolvidas através da intervenção de uma das novas instituições multilaterais criadas na sequência dos acordos de Bretton Woods, que veio a ser designada por Fundo Monetário Internacional (FMI). Os procedimentos do FMI evoluíram para passarem a consistir em variantes de empréstimos (ou de linhas de crédito de emergência) em moeda internacional ("Special Drawing Rights"<sup>48</sup>) a taxas de juro vantajosas com condicionalidade estrita definida, na

<sup>47</sup> Em particular, França e Alemanha, registando recorrentes excedentes externos, por várias vezes converteram os seus créditos em dólares em ouro. Em 1971, recorrentes défices externos dos EUA na sequência da guerra da Coreia e da Guerra do Vietname resultaram na redução das reservas de ouro da Reserva Federal e forçaram a Administração Nixon a suspender primeiro e posteriormente a abandonar o compromisso de conversão das reservas de dólares em ouro. A Administração Nixon, para manter o papel proeminente do dólar no sistema monetário internacional, sob o Secretário de Estado Kissinger, negociou com a Arábia Saudita a utilização do dólar como moeda padrão para todas as transações de petróleo – o designado petrodólar –, criando procura artificial por dólares como moeda de reserva internacional.

<sup>48</sup> Por sua vez a cotação dos SDRs é derivada de um cabaz de cinco divisas internacionais com o dólar com uma ponderação dominante.

prática, pelas potências credoras representadas pelo FMI. O acordo adotado em Bretton Woods previa a possibilidade de controlos quantitativos às importações e controlos aos movimentos de capitais, medidas de política económica que com o tempo caíram em desuso e que deixaram de ser utilizadas em programas do FMI.

A estratégia de política económica adotada nos programas de ajustamento do FMI evoluiu para consistir no que Weber (2021, p. 1) designa "terapia de choque", através de políticas de austeridade orçamental que visam contrair a procura agregada, causando uma recessão se necessário, para tornar a economia que enfrenta uma crise de balança de pagamentos internacionalmente mais competitiva. Duas das variáveis de ajustamento importantes seriam, por conseguinte, o emprego e os salários, isto é, o fator trabalho. A premissa da estratégia adotada pelo FMI é que uma redução do nível de emprego (ou aumento do desemprego) e uma redução dos salários reais contribuiriam para um aumento das exportações e uma diminuição das importações. Para suportar o ajustamento mais rápido e eficiente de emprego e de salários, ao longo de décadas o FMI defendeu reformas do mercado de trabalho. Outra variável de ajustamento muito importante seria a taxa de câmbio nominal. O FMI tradicionalmente defendia desvalorizações cambiais, de forma a aumentar o preço das importações e a reduzir o preço das exportações nos mercados internacionais e dessa forma suportar o reequilíbrio da balança comercial dos países deficitários.

O consenso dominante das autoridades do Ocidente (e.g., G7 e G20) na atualidade – o designado consenso de Washington –, sobre a resposta de política económica a adotar em casos de endividamento externo elevado ou de desequilíbrios da balança de pagamentos traduz-se, por um lado e na prática, aos designados resgates com condicionalidade estrita, isto é, a empréstimos multilaterais com implementação de programas de austeridade orçamental, reforma de mercado de trabalho e privatizações, para os casos de países em vias de entrar em incumprimento das suas obrigações financeiras externas.

Para os países com desequilíbrios externos, o consenso dominante recomenda a adoção de 'reformas estruturais' as quais, no muito longo prazo, deverão resultar em ganhos de competitividade estrutural: reformas do mercado de trabalho, nomeadamente ao nível de uma maior flexibilização laboral ou de uma redução das indemnizações por despedimentos, reformas do mercado do produto nomeadamente ao nível da redução das barreiras à entrada em sectores protegidos e/ou a eliminação de regulamentações excessivas; desinflação competitiva de forma a reduzir salários e a aumentar a competitividade das exportações de bens e serviços.



Esta estratégia de política económica apresenta problemas, destacando-se em particular o facto de que inverte a ordem das prioridades da política económica subordinando a atividade económica doméstica direcionada para o país – procura interna –, à atividade económica doméstica direcionada para o exterior – procura externa –, quando a primeira é tipicamente muito superior à segunda e uma ordem de grandeza superior ao défice da balança comercial. Ou seja, para corrigir o desequilíbrio externo, os países teriam de aceitar um nível mais elevado de desemprego, e dessa forma teriam de aceitar um nível da procura agregada inferior ao nível de pleno emprego dos fatores produtivos, i.e., uma situação de desequilíbrio interno.

Swan (1956) desenvolveu um diagrama onde se analisa a possibilidade de uma economia atingir uma situação simultânea de equilíbrio interno e equilíbrio externo, isto é pleno emprego (e produto potencial) a nível doméstico em simultâneo com contas externas equilibradas.

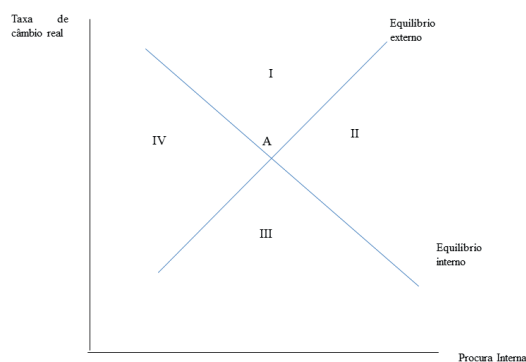
A linha de equilíbrio interno representa todos os pontos em que a procura interna está ao nível do produto potencial. Esta linha é negativamente inclinada, porque para uma taxa de câmbio real mais apreciada, é necessário um nível mais elevado da procura interna, para atingir o produto potencial. Pontos acima desta linha contribuem para pressões inflacionistas, e por oposição, pontos abaixo desta linha significam que a economia está numa situação de desemprego.

A linha de equilíbrio externo representa todos os pontos em que o saldo da balança corrente e de capital está equilibrado. Esta linha é positivamente inclinada, porque uma taxa de câmbio real mais depreciada (aumento da taxa de câmbio real) contribui para uma melhoria do saldo da balança corrente e de capital. Pontos acima desta linha representam situações em que se verifica um saldo da balança corrente e de capital excedentário. Para Swan (1956), as diversas economias podem estar em quatro diferentes quadrantes:

- I - Situação de inflação e excedente da balança corrente e de capital;
- II - Situação de inflação e défice da balança corrente e de capital;
- III - Situação de desemprego e défice da balança corrente e de capital;
- IV - Situação de desemprego e excedente da balança corrente e de capital.

Na proposta de Keynes apresentada na conferência de Bretton Woods a única situação ótima encontrava-se na intersecção das curvas de equilíbrio interno e equilíbrio externo, correspondente ao ponto A. Neste ponto, a procura agregada estaria ao nível do produto potencial e o saldo da balança corrente e de capital estaria equilibrado. Contudo, para Keynes o objetivo primordial era o equilíbrio interno, isto é, o pleno emprego de cada economia, mesmo que daí adviesse um ligeiro desequilíbrio externo.

Figura 4.1 - Diagrama de Swan



Fonte: Swan (1956)

Em contraste, com os programas de ajustamento definidos pelo FMI para se alcançar o equilíbrio externo é necessário prescindir da possibilidade de equilíbrio interno. O objetivo prioritário para as políticas económicas públicas é o equilíbrio externo, no pressuposto que se estas visarem o equilíbrio interno (i.e., o pleno emprego), o país irá registar desequilíbrio externo (quadrante IV).

Por outro lado, em pelo menos alguns casos – por exemplo, crises da Argentina, crises da América Latina, crise do Sudeste Asiático, crise da Grécia e dos países periféricos da Área do Euro, países sub-desenvolvidos de África – a estratégia defendida pelo FMI tem sido criticada, tem sido ineficaz e/ou tem tido resultados económicos contraproducentes, levando alguns países a evitar recorrer aos programas de ajustamento dessa instituição com o próprio FMI a reavaliar e a adaptar a estratégia e as metodologias seguidas (Remmer, 1986; Hutchison e Noy, 2003).

Ou seja, a estratégia preconizada pelo FMI de resposta a crises de balança de pagamentos e de dívida externa é complexa, é baseada na adoção de numerosas medidas de política económica e tem evoluído significativamente nas últimas décadas.

### 4.1.3. A TESE DO CRESCIMENTO ECONÓMICO COM RECURSO A POUPANÇA EXTERNA DOS NOVOS KEYNESIANOS (E DA ÁREA DO EURO)

Nos anos 80 e 90, alguns economistas académicos proeminentes da escola dos Novos Keynesianos e da escola dos Novos Clássicos defenderam que os desequilíbrios da balança corrente e de capital – e, portanto, um aumento



da dívida externa de um país – podem não ser motivo de preocupação em determinados contextos (Obstfeld e Rogoff, 1996).

Em particular, é de salientar que antes e imediatamente após o lançamento do euro, vários autores e decisores políticos (e.g., Cecco e Giovannini, 1989; Blanchard e Giavazzi, 2002; Constâncio, 2000) defenderam que na União Económica e Monetária, os desequilíbrios da balança de pagamentos (e de dívida externa) dos estados-membros seriam irrelevantes. De Cecco e Giovannini (1989, p. 11) chegaram a argumentar que esses desequilíbrios da balança de pagamentos se tornariam numa "curiosidade estatística".<sup>49</sup>

Num argumento relacionado para países com moeda própria, Obstfeld e Rogoff (1996) notam que défices da balança corrente financiados com recurso a dívida externa não são necessariamente maus. A poupança externa pode e deve ser utilizada para financiar investimento, permitindo um crescimento mais rápido e padrões de consumo menos irregulares, desde que os défices comerciais e de balança corrente nas fases iniciais sejam mais tarde substituídos por excedentes da balança comercial e da balança corrente. A consequência do argumento de Obstfeld e Rogoff (1996) é que países subdesenvolvidos e em desenvolvimento devem registar défices da balança corrente e de capital, porque só assim podem beneficiar da poupança externa para fomentar o seu crescimento económico – a tese (e estratégia) de crescimento recorrendo a poupança externa –.

Sousa (2023) nota que numa união monetária como a área do euro, é ótimo e racional recorrer a poupança externa, para financiar investimento produtivo. De facto, se as oportunidades de investimento asseguram taxas de retorno superior à taxa de juro internacional, se as famílias não aumentarem o seu nível de poupança – e podem preferir não o fazer – esse investimento terá de ser financiado com recurso a poupança externa, daí resultando que o país "vive acima das possibilidades".

Cohen (1993) argumenta que o consenso dominante no final dos anos 80 defendia que o endividamento externo seria uma forma de países em desenvolvimento financiarem o investimento em stock de capital, que lhes permitiria acelerar o crescimento económico, com base em modelos de poupança intertemporal e do investimento na determinação do nível ótimo do saldo da balança de pagamentos e do nível de dívida externa – tese alternativamente designada por crescimento com recurso a poupança externa (Bresser-Pereira e Gala, 2007) –.

Em suma, esta literatura sugere que o endividamento externo pode, em condições muito específicas (e muito raras, na prática) ser considerado virtuoso

---

<sup>49</sup> Outros autores defenderam ao invés que a crise do euro não foi uma crise de balança de pagamentos e de dívida externa, mas uma crise de soberania monetária (Febrero et al., 2018).

se se enquadrar no modelo poupança-investimento intertemporal, em que países recorrem a poupança externa para financiar investimento em stock de capital direcionado para a produção de bens (e serviços) transacionáveis (Obstfeld e Rogoff, 1996). Nessa abordagem, o crédito externo é direcionado para a indústria exportadora ou está associado a investimento direto estrangeiro produtivo. O objetivo dessa estratégia de política económica é fomentar um aumento da taxa de crescimento das exportações, que resulte em economias de escala crescentes e que permita gerar excedentes crescentes da balança de bens os quais são, em fase posterior, utilizados para o serviço da dívida externa e que permitam a prazo amortizar essa dívida externa.

Essas políticas podem pontualmente ser acompanhadas por desvalorizações cambiais ou por políticas de austeridade que visem reduzir a taxa de crescimento da procura agregada. Com frequência, essas políticas industriais, numa primeira fase, são direcionadas para a substituição de importações para numa fase posterior apoiarem o crescimento de indústrias exportadoras.

São exemplos desse processo o modelo de desenvolvimento dos EUA no século XIX, da Coreia do Sul após a guerra da Coreia, i.e., a partir de 1956 (Collins e Park, 1989) e o Brasil após o golpe militar dos anos 60 e após o plano real de 1994 (Bresser Pereira e Gala, 2007).

Esta estratégia é implementada ao longo de décadas e não é uma estratégia sem riscos. Primeiro, as apostas em determinados sectores industriais podem revelar-se ineficientes ou ineficazes, ou seja, algum do investimento financiado por dívida externa pode não ser economicamente viável não resultando no crescimento de exportações (Collins e Park, 1989).

Por outro lado, estratégias mercantilistas de desenvolvimento baseiam-se no crescimento da procura externa global tornando as economias de países que adotam esse tipo de estratégia de desenvolvimento sob maior fragilidade face a choques exógenos que afetem a procura agregada global. Um exemplo de um potencial choque relevante são fenómenos de alterações da política monetária da Reserva Federal, na medida em que podem aumentar a volatilidade da taxa de câmbio nominal destas economias face ao dólar bem como, a taxa de juro de empréstimos denominados em dólares, moeda de denominação de parte significativa da dívida externa internacional. Assim, uma depreciação da moeda nacional pode contribuir para um aumento da dívida externa em dólares e, por essa via, colocar em causa a sustentabilidade da dívida externa desse país e a sua estabilidade macroeconómica.

Finalmente, porque o dinheiro (e o capital) é fungível e pode tender a fluir de sectores transacionáveis para sectores não transacionáveis, esse tipo de estratégias exige um elevado grau de planificação central de longo prazo, com

controles aos movimentos de capitais, apoios e concessão de crédito externo a indústrias domésticas específicas (e.g., promoção de “campeões nacionais”) e monitorização da balança de pagamentos e da dívida externa.

No caso da Coreia do Sul, Collins e Park (2007) argumentam que a estratégia teve sucesso. Contudo, foram necessárias décadas de manutenção dessa estratégia para que a mesma se traduzisse em sucessos, período durante o qual ocorreram revezes e crises económicas muito relevantes. Por outro lado, essa estratégia exigiu planeamento centralizado, apoios financeiros a indústrias nascentes e a empresas que se tornam em 'campeões nacionais', controles dos movimentos de capitais e controlo do crédito bancário que é direcionado para esses sectores considerados estratégicos e, no caso da Coreia do Sul, literalmente repressão de interesses económicos e sociais domésticos, nomeadamente de movimentos laborais, bem como repressão salarial.

Bresser Pereira e Gala (2007) são críticos desta tese, argumentando que exceto no caso em que existem oportunidades de investimento com muito elevado retorno, o recurso à poupança externa é prejudicial porque, sendo o dinheiro fungível, uma parte substancial desses empréstimos externos é utilizado para financiar consumo. Esses autores consideram que essa estratégia de desenvolvimento foi adotada pelo Brasil tendo contribuído para o fraco desempenho económico desse país. Bresser Pereira e Gala argumentam que os défices da balança corrente e de capital financiados por empréstimos ou investimentos diretos estrangeiros, regra geral, não resultam num aumento da taxa de acumulação de capital ou terão pouco impacto nessa taxa, na medida em que os défices da balança corrente e de capital estarão associados a taxas de câmbio artificialmente sobre apreciadas e resultam na substituição de poupança interna por poupança externa. Estes dois mecanismos provocam perda de competitividade da indústria e diminuição na taxa de investimento interno, além de provocar um aumento dos défices da balança corrente e de capital e de aumentar a dependência externa do país.

#### **4.1.4. A TESE DA AUSTERIDADE VIRTUOSA DE ALESINA E DA DESINFLAÇÃO COMPETITIVA DE BLANCHARD E SUAS VARIANTES**

Uma vasta e importante literatura académica tem-se debruçado sobre a temática de ajustamentos orçamentais e, em menor grau, sobre ajustamentos externos.

A tese da austeridade virtuosa de Alesina (Alesina et al., 1998; Alesina, 2002) pressupõe que a consolidação orçamental com vista à redução do défice público pode ser benéfica para a economia doméstica, estimulando a economia

e aumentando a confiança dos investidores privados. O argumento subjacente é que a consolidação orçamental reduz a incerteza económica e aumenta a credibilidade do governo, estimulando por essa via o investimento privado. Relacionado com a ideia da austeridade virtuosa está a tese da Equivalência Ricardiana, formulada teoricamente por David Ricardo (1817) e testada empiricamente por Robert Barro (1974). A tese da Equivalência Ricardiana sugere que, cumprindo o pressuposto da existência de mercados financeiros perfeitos, i.e., sem restrições intertemporais de liquidez, as decisões de despesa pública do governo são irrelevantes para a atividade económica, uma vez que as famílias e as empresas irão ajustar os seus níveis de poupança e de consumo de acordo com as mudanças nas políticas orçamentais do governo. Segundo esta tese, é indiferente se o financiamento da despesa pública é realizado através do aumento dos impostos ou através da emissão de dívida pública.

Assim, no pressuposto de que os agentes económicos são racionais e estão perfeitamente informados, se o governo aumenta a despesa pública com recurso à emissão de dívida pública, os agentes económicos reconhecem que o governo terá de pagar esse montante de dívida futura aumentando os impostos e, por isso, decidem aumentar o seu nível de poupança de forma imediata para pagar esses compromissos financeiros futuros (i.e., impostos mais elevados no futuro). Assim, a política orçamental expansionista tem um efeito económico nulo ou mesmo adverso, porque é contrabalançada por uma redução do nível de despesa dos agentes privados.

Considerando nesta curta descrição somente algumas das referências seminais sobre esta temática:

- A tese da "austeridade orçamental expansionista" (Alesina, 2010, p. 20) e, em particular, que "ajustamentos orçamentais baseados em cortes de salários de funcionários públicos e de transferências tendem a ser expansionistas, enquanto que ajustamentos orçamentais baseados em aumentos de impostos são contracionistas" (Alesina e Ardagna, 2014) e ainda que governos que adotam políticas orçamentais restritivas e que reduzem o défice podem beneficiar de ganhos eleitorais;
- A tese de Olivier Blanchard e de outros autores da 'desvalorização interna' ou da 'desinflação competitiva' (Blanchard et al., 2013), em que se defendia a utilização de cortes de salários nominais para promover melhorias da competitividade internacional e o ajustamento externo de um país inserido numa União Monetária ou umbilicalmente ligado a esta. Um elemento-chave dessa tese (ou variantes) da 'desinflação competitiva' é assegurar que a procura agregada doméstica cresce a taxas inferiores à taxa de crescimento da procura agregada externa.

- O pêndulo parece estar a mudar na apreciação das virtudes da política económica da austeridade, salientando-se, em particular, o contributo de Mark Blyth (2013) sobre a política de austeridade. Mark Blyth (2013) considerou que a implementação de políticas de austeridade pode ter efeitos contraproducentes contribuindo para uma espiral recessiva, em que uma redução da despesa estatal conduz a uma redução do nível da procura agregada, e por essa via a uma redução das receitas fiscais que subsequentemente resulta na implementação de novas reduções da despesa pública.

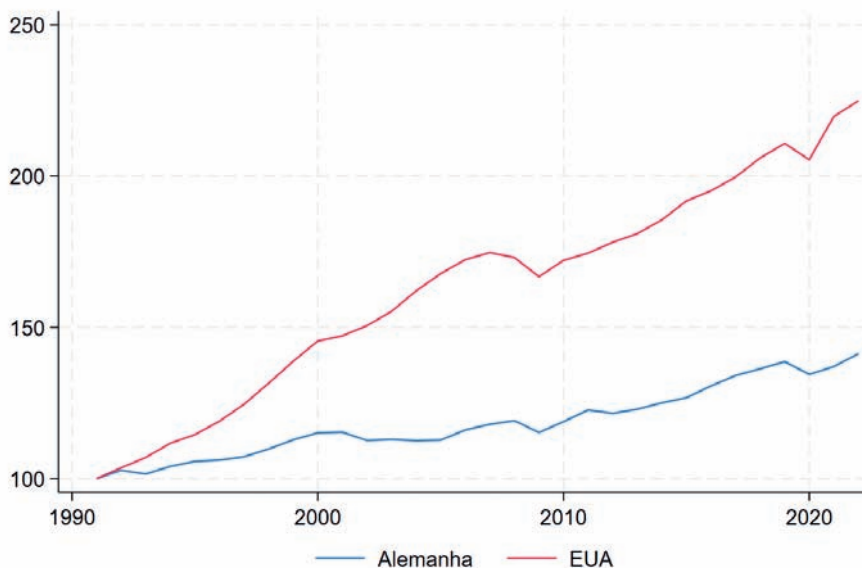
As autoridades da área do euro em 2010-2012 adotaram uma política económica de resposta à crise do euro que pode ser interpretada como procurando colocar em prática, pelo menos parte, as supracitadas teses defendidas por Alesina e Blanchard.

Figura 4.2 - Evolução das exportações reais de bens e serviços da Alemanha e dos EUA (1991=100)



Fonte: AMECO

Figura 4.3 - Evolução da procura interna da Alemanha e dos EUA (1991=100)



Fonte: AMECO

A título de exemplo, considerando e contrastando o caso das exportações da Alemanha e o das exportações dos EUA – dois países que são importantes parceiros comerciais –, constata-se que o crescimento acumulado das exportações de bens e serviços da Alemanha, desde 1991, só a partir de 2015 ultrapassou o crescimento acumulado das exportações de bens e serviços dos EUA no mesmo período. Contudo, nesse período, em contraste, a procura interna dos EUA cresceu cerca de 125% enquanto a procura interna da Alemanha cresceu apenas cerca de 40%, sem dúvida em resultado também do maior crescimento populacional dos EUA. Com esse enquadramento, para indústrias em igualdade de circunstâncias as exportações da Alemanha para os EUA têm tendência a crescer a taxas mais elevadas que as importações provenientes dos EUA, porque as importações de um país estão correlacionadas com a procura interna. O mais elevado crescimento da procura interna dos EUA do que na Alemanha contribuiu para um mais elevado crescimento relativo das exportações da Alemanha para os EUA do que das exportações dos EUA para a Alemanha.

Note-se que esse maior crescimento das exportações da Alemanha para os EUA em comparação com o crescimento das exportações dos EUA para a Alemanha, em resultado dos diferenciais das respetivas taxas de crescimento da procura interna resulta, *ceteris paribus*, em ganhos de produtividade para as indústrias exportadoras da Alemanha vs indústrias exportadoras concorrentes

dos EUA, nomeadamente em resultado de ganhos de economias de escala das primeiras.

Um dos objetivos desta política de desinflação competitiva seria corrigir os desequilíbrios externos das economias, não através do mecanismo tradicionalmente utilizado para o efeito, i.e., uma depreciação da taxa de câmbio nominal, mas através da alteração dos preços relativos dos países pouco competitivos face aos seus principais concorrentes, para dessa forma aumentarem a sua competitividade externa (Blanchard, 2007).

Uma das principais críticas é que para se verificar uma desinflação competitiva é necessário um aumento do desemprego durante um período bastante prolongado de tempo. A razão para tal deve-se ao facto de existir rigidez nominal, ou seja, os preços e os salários são relativamente lentos a ajustar-se a choques económicos quer porque as empresas ajustam os seus preços apenas periodicamente, em vez de forma contínua (Calvo, 1983), ou, por existirem custos associados a mudanças frequentes de preços, as empresas preferirem manter os seus preços estáveis (Mankiw e Reis, 2002).

Um outro elemento-chave é uma estratégia de salários baixos, que resulte na deslocalização de produção de bens transacionáveis para o país.

No caso de países em estágios intermédios de desenvolvimento, por um lado, a estratégia de contração da procura agregada e dos salários reduz a taxa de crescimento da economia do país (e da produtividade) bem como a taxa de crescimento do investimento, o que, tem efeitos adversos para a trajetória de sustentabilidade da dívida externa porque contribui para fazer crescer o PIB nominal a taxas inferiores à taxa de crescimento da dívida externa. Por outro lado, secundariza o grosso da atividade económica do país em prol de uma pequena parte da atividade económica relacionada com as exportações.

Quadro 4.1 - Evolução da balança corrente e de capital e da dívida externa de Chipre, Grécia, Irlanda e Portugal<sup>50</sup>

<b>País</b>	<b>Ano</b>	<b>Balança corrente e de capital (milhares de milhões de dólares)</b>	<b>Dívida externa líquida (% do PIB)</b>
Chipre	2013	-0,2	366,5
	2015	-0,1	502,5
	2020	-2,5	255,2
	2021	-1,8	154,6
Grécia	2010	-27,5	101,7
	2012	-3,2	125,5
	2017	-2,6	137,8
	2021	-9,2	160,1
Irlanda	2010	1,5	-277,9
	2012	-7,6	-348,4
	2017	-25,1	-380,0
	2021	76,7	-270,0
Portugal	2011	-11,1	86,5
	2013	7,5	103,8
	2018	3,7	88,9
	2021	1,4	80,2

Fonte: Eurostat e Banco Mundial

O Quadro 4.1 caracteriza a evolução da balança corrente e de capital e da dívida externa líquida de alguns estados-membros da Área do Euro que adotaram a estratégia de austeridade, na sequência dos respetivos resgates e programas de condicionalidade estrita.

Constata-se que no período anterior ao programa de ajustamento económico-financeiro, a generalidade das economias analisadas apresentava elevados défices da balança corrente e de capital (sendo a Irlanda a única exceção de entre os países analisados).

<sup>50</sup> O primeiro ano registado para cada país corresponde à data da assinatura do respetivo Programa de Ajustamento Económico-Financeiro com a União Europeia e com o FMI.



Exceto no caso da Irlanda,<sup>51</sup> o programa de ajustamento económico-financeiro contribuiu para uma melhoria dos saldos de balança corrente e de capital. Contudo, é questionável se a melhoria da balança corrente e de capital é permanente ou se do ajustamento económico-financeiro resultaram somente melhorias temporárias dessa balança. No caso de Chipre e Portugal o peso da dívida externa líquida (em percentagem do PIB) diminuiu. Em contraste, no caso da Grécia, o peso da dívida externa líquida continuou a agravar-se.

#### **4.1.5. A ESCOLA DE PENSAMENTO PÓS-KEYNESIANA**

Outra literatura académica, da escola pós-keynesiana, minoritária na investigação científica, argumenta que as exportações e as importações têm um papel determinante no crescimento económico sustentado que requer a manutenção do equilíbrio da balança de pagamentos. Para tal, as políticas económicas devem procurar assegurar que o aumento do rendimento deriva e se traduz também num aumento das exportações, mas sobretudo num menor grau de aumento das importações (Thirlwall, 1979). Para este efeito, de acordo com Thirlwall, as diferenças de crescimento económico entre os países são fortemente determinadas pelo rácio da elasticidade rendimento das exportações e das importações. Este rácio é endógeno face ao perfil de especialização das diversas economias. Assim, uma mudança estrutural com vista ao aumento da importância de bens tecnologicamente mais avançados contribui para uma taxa de crescimento do produto mais acelerado (Gouvêa e Lima, 2010; Araujo e Lima, 2007).

Isto é, quando as políticas públicas promovem um aumento da procura agregada doméstica, aumenta a procura dirigida às indústrias de bens e serviços transacionáveis domésticas, que lhes permite ganhos de economia de escala e de produtividade, que por sua vez contribuem para um aumento das exportações de bens e serviços (Kaldor, 1966, 1970). Por seu lado, esse aumento da procura agregada doméstica promovido por políticas públicas domésticas resulta em grau diminuto num aumento da dependência externa, isto é, as importações de bens e serviços devem aumentar a taxas significativamente inferiores ao aumento da procura agregada sinalizando que este aumento da procura agregada é satisfeito por oferta doméstica e não por oferta do resto do mundo.

Nessas condições, os estados poderiam promover o crescimento da procura agregada sem que dessa política económica resultassem desequilíbrios externos e níveis de dívida externa crescentes.

---

<sup>51</sup> Os dados relativos à Irlanda não são comparáveis, devido ao efeito de empresas multinacionais sediadas na zona franca fiscal desse país nos referidos indicadores.

Esta literatura é interessante porque, partilhando alguns pontos comuns com as estratégias mercantilistas neoclássicas – nomeadamente o enfoque na importância das exportações e do saldo positivo da balança comercial como motor do desenvolvimento económico –, coloca a ênfase das políticas económicas em assegurar que a oferta doméstica reage e responde a políticas orçamentais de expansão da procura agregada doméstica aumentando a oferta doméstica de bens e serviços transacionáveis, com ganhos de economias de escala muito significativos que permitam, em contexto de política económica doméstica expansionista, aumentar a competitividade internacional da economia doméstica com as exportações a aumentar a taxas mais rápidas do que as importações. Nesse sentido, esta literatura, partilhando com a literatura neoclássica o enfoque na importância das exportações, enfatiza, como sugerido por Keynes, a importância de se adotarem políticas económicas e orçamentais de expansão da procura agregada para corrigir desequilíbrios externos ao invés de variantes de políticas de contração da procura agregada defendidas por economistas de inspiração neoclássica.

Um dos pressupostos desta teoria pós-keynesiana é que, por vezes, o saldo da balança corrente e de capital pode restringir o nível da procura agregada para níveis inferiores ao do produto potencial. Por essa razão, e ao contrário da teoria neoclássica, estes economistas consideram que existe uma restrição ao crescimento económico que se verifica do lado da procura da economia (McCombie e Thirlwall, 1994).

Embora teoricamente possível parece pouco plausível que, na economia global integrada de hoje, ganhos de economias de escala permitam, para economias de pequena e de média dimensão, ganhos de competitividade das exportações superiores ao efeito da procura agregada nas importações.

#### **4.1.6. DESENVOLVIMENTOS RECENTES: O MODELO DE DESENVOLVIMENTO DA CHINA**

Isabella Weber (2021) propõe uma possível explicação para a razão pela qual o modelo de desenvolvimento económico da China teve tanto sucesso nas últimas décadas. Esse trabalho é em parte baseado em entrevistas que a autora realizou com responsáveis chineses pela implementação de políticas económicas entre os anos 70 e os anos 90. A autora compara a experiência da China com a experiência de liberalização adotada na Rússia nos anos 90 e argumenta que nos anos 80 havia correntes nos círculos de decisores da China que argumentavam que era necessário liberalizar completamente os diferentes mercados, como sugerido por instituições internacionais ocidentais. Ao invés,

segundo Weber, a China optou por um modelo que combinou economia de mercado para bens e serviços de importância secundária com economia planificada para bens e serviços de importância mais significativa na cadeia produtiva e na vida das populações.

Os preços foram liberalizados no primeiro mercado, tipicamente bens e serviços em mercados locais com baixo nível de intensidade tecnológica e baixo nível de economias de escala, mas controlados direta ou indiretamente nos bens e serviços considerados estratégicos para o desenvolvimento do país com o Estado chinês a assegurar o investimento público e privado necessário para garantir que a oferta nesses sectores aumentava em resposta a aumentos da procura.<sup>52</sup>

Essa estratégia permitiu controlar o aumento dos preços (i.e., a taxa de inflação) ao mesmo tempo que Estado e sector privado promoviam um aumento muito significativo da procura agregada. Tal permitiu à China registar taxas de crescimento económico muito elevadas nas últimas décadas num ambiente de estabilidade macroeconómica, nomeadamente de estabilidade de preços sem se ver obrigada a adotar terapia de choque (i.e., políticas contracionistas ou liberalizantes) para controlar ou corrigir desequilíbrios internos ou externos e aumentar o potencial de crescimento económico.

É evidente que, dada a dimensão desse país, os aumentos da procura agregada doméstica e externa resultaram em economias de escala crescentes, contribuindo para elevadas taxas de crescimento da produtividade e elevados excedentes externos. Por outro lado, de notar que o Governo chinês manteve neste período controlos aos movimentos de capitais (imperfeitos) que se traduzem na não convertibilidade plena da moeda chinesa nos mercados internacionais e doméstico e no controlo da taxa de câmbio da moeda chinesa face ao dólar, como defendido por Keynes em 1943.

Em contraste, Isabella Weber argumenta que a estratégia de desenvolvimento ocidental baseada na liberalização dos mercados e dos preços e no que Weber designa por terapia de choque, adotada por exemplo na Rússia na sequência do colapso da União Soviética, mas também em muitos países do Ocidente, tem os seus fundamentos no que na literatura se designa pela curva de Phillips. Ou seja, o consenso das autoridades do Ocidente era, até recentemente, que a estabilidade de preços estava intrinsecamente ligada à taxa de crescimento dos salários, que por sua vez dependia da rigidez do mercado laboral e do nível de desemprego. Por esta razão, a ênfase de teorias de inspiração neoclássica, na

---

<sup>52</sup> Weber analisa a evolução dos preços em produtos do mercado de retalho, mercado agrícola e bens de produção estimando que a percentagem de preços determinadas pelo mercado cresce gradualmente até ao início dos anos 90.

necessidade de reformas do mercado laboral para assegurar que este mercado se ajusta rapidamente e sem fricções a choques exógenos.

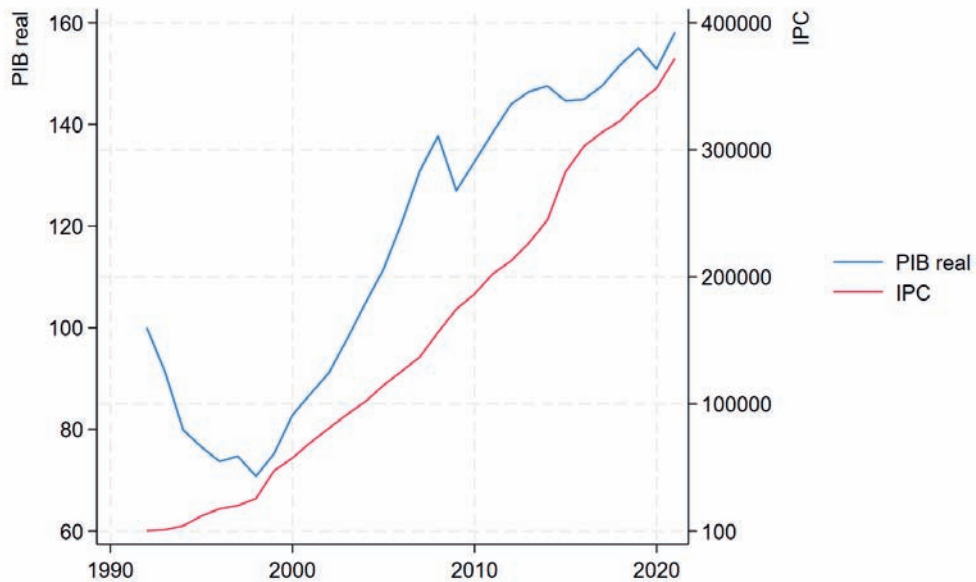
Ou seja, segundo Weber, em economias que adotaram o modelo de liberalização de preços e de mercados, o controlo da taxa de inflação obrigava as autoridades, com regularidade, a adotar políticas de contração da procura agregada ou a não adotar políticas de expansão da procura agregada com o receio do impacto adverso dessas políticas na taxa de inflação e em variáveis como o défice orçamental, dívida pública e défice e dívida externas. Em consequência, a terapia de choque e a estratégia orçamental de austeridade resultavam num aumento do desemprego que, por sua vez, reduzia a pressão para aumento dos salários e dos preços.

Ambos os modelos foram capazes, segundo Weber, de manter a taxa de inflação a níveis moderados, mas nas economias que adotaram o modelo de liberalização dos preços e dos mercados o crescimento acumulado do PIB real e da procura agregada foi muito mais baixo do que na China, com Weber a comparar o desempenho das economias da Rússia e da China entre 1980 e 2015.

No caso da Rússia, no período posterior ao desmembramento da URSS existiram ainda impactos sociais extremamente gravosos da terapia de choque adotada, com uma grande redução da esperança média de vida e um grande aumento das "mortes por desespero", como demonstra investigação publicada na revista *nature Lancet Public Health* (Azarova et al., 2017).

Weber nota que na Rússia os preços (medidos pelo Índice de Preços no Consumidor, ou "IPC") aumentaram mais de 100 000 vezes entre 1980 e 2015, enquanto o PIB duplicou em termos reais. Em contraste, na China, os preços aumentaram 5 vezes, mas o PIB real aumentou cerca de 20 vezes.

Figura 4.4 - Evolução do PIB real e IPC da Rússia (1992=100)



Fonte: Banco Mundial

As Figuras 4.4 e 4.5 mostram a evolução do PIB real e dos preços (medidos pelo "IPC") entre 1992 e 2021 na Rússia e na China, respetivamente, sugerindo que o efeito identificado por Weber se mantém também nesta janela temporal.

De facto, na Rússia o PIB real cresceu cerca de 60%, mas os preços aumentaram quase 4000 vezes nesse período (vide Figura 4.4). Em contraste, na China o PIB real cresceu quase 1200% enquanto os preços "apenas" cresceram quase 200% nesse período (vide Figura 4.5).

Figura 4.5 - Evolução do PIB real e IPC da China (1992=100)



Fonte: Banco Mundial

## 4.2 LITERATURA SOBRE DÍVIDA EXTERNA E CRESCIMENTO ECONÓMICO

### 4.2.1 EFEITO DA DÍVIDA EXTERNA NO CRESCIMENTO ECONÓMICO E NA PROBABILIDADE DE ENTRADA EM INCUMPRIMENTO

A literatura académica sobre dívida externa e crises de dívida soberana com episódios de entrada em incumprimento e de reestruturação de dívida desenvolveu-se sobretudo na sequência da crise de dívida da América Latina do início dos anos 80, que ocorre em resultado do aumento das taxas de juro de referência pela Reserva Federal e da crise do sudeste asiático da década de 90.

Essa literatura enfatiza os efeitos adversos da dívida externa sobre o crescimento económico, através de diferentes mecanismos de transmissão, nomeadamente a incerteza, a distorção dos incentivos, a fuga de capitais e a dependência financeira, procurando identificar estratégias para assegurar a sustentabilidade da dívida externa (Cohen, 1993).

Entre outras abordagens, são equacionadas metodologias de redução da dívida externa através de processos de perdão, de renegociação ou de reestruturação de dívida externa (Cohen, 1993).

Outra literatura procura estimar o efeito da dívida externa no crescimento económico. Cohen (1997) argumentava que a dívida externa pode prejudicar o crescimento económico se resultar num aumento da probabilidade de entrada em incumprimento dessa dívida. Cohen estima que se a dívida externa bruta representar um peso superior a mais de 50% do PIB ou de mais de 200% das exportações, então o risco de reestruturação da dívida torna-se excessivo, resultando num efeito não linear no crescimento económico.

Manasse e Roubini (2009) procuram identificar um conjunto de regras simples para identificar crises de dívida soberana associadas a crises de balanças de pagamento e de dívida externa estimando que países com dívida externa bruta superior a 50% do PIB ou com dívida externa de curto prazo superior a 130% das reservas de divisas internacionais apresentam risco elevado de sustentabilidade da dívida externa ou de enfrentarem uma crise de liquidez.

Reinhart et al. (2003) argumentam que, para alguns países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento com um historial de entrada em incumprimento do serviço da sua dívida externa reiterado ou com níveis elevados de taxas de inflação – países que designam "intolerantes à dívida" –, os níveis de dívida externa sustentáveis são muito mais baixos do que identificado na literatura, 15% do PIB em alguns casos.

Patillo et al. (2002), numa análise de 93 países em desenvolvimento entre 1969 e 1998, estimam que o efeito da dívida externa no crescimento económico começa a ser negativo, em média, a partir de dívida externa bruta de 35%-40% do PIB, mas que a dívida externa começa a ter efeitos marginais negativos no crescimento económico a partir de cerca de metade desse limiar, ou seja, que a estratégia de crescimento com recurso a poupança só fará sentido para níveis de dívida externa bruta inferiores a cerca de 20% do PIB. O efeito no crescimento económico, para o país médio, se a dívida externa duplicar a taxa de crescimento do PIB per capita cai entre 0,5 e 1,0 pontos percentuais.

#### **4.2.2 EVIDÊNCIA DO EFEITO DE PROCESSOS DE REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDA EXTERNA NA TRAJETÓRIA DESSA VARIÁVEL**

Existe uma vasta literatura sobre reestruturação da dívida externa (Reinhart e Rogoff, 2009; Sturzenegger e Zettelmeyer, 2007). De forma geral, a reestru-

turação da dívida externa acontece quando um dado país procura renegociar a sua dívida com credores externos.

O propósito fulcral da reestruturação de dívida externa é reduzir a despesa com o serviço dessa dívida externa no curto- e médio-prazo e contribuir para aumentar a sustentabilidade da mesma numa dinâmica de médio-longo prazo.

Existem diversas estratégias de reestruturação de dívida, nomeadamente a prorrogação dos prazos de pagamento, a redução da taxa de juro dos empréstimos contraídos, a redução do montante do principal da dívida, ou a conversão de dívida em novos instrumentos financeiros (e.g., títulos de dívida cuja taxa de juro é indexada ao crescimento económico).<sup>53</sup>

A reestruturação da dívida pode ocorrer de forma voluntária através de negociações entre um país devedor e os diversos credores, ou de forma coerciva devido a pressões políticas.

Episódios de reestruturação de dívida soberana e externa são relativamente frequentes internacionalmente – estima-se que tenham ocorrido cerca de 650 reestruturações de dívida soberana entre 1950 e 2020 em aproximadamente 100 países (Das et al., 2012) –. Contudo, esses episódios tendem a ocorrer após o fracasso de políticas económicas ortodoxas, nomeadamente políticas de austeridade orçamental.

A reestruturação de dívida externa liberta recursos económicos que podem ser utilizados para promover o crescimento económico (Sturzenegger e Zettelmeyer, 2008). Além disso, pode contribuir para estabilizar a economia doméstica e a reduzir a probabilidade da ocorrência de uma crise financeira (Jeremy e Rogoff, 1989).

Por outro lado, episódios de reestruturação de dívida não são indolores ou podem ser mesmo traumáticos, resultando na deterioração da confiança por parte dos credores internacionais e em taxas de juro mais elevadas para o financiamento externo ao país (Jeremy e Rogoff, 1989).

O Quadro 4.2 caracteriza alguns episódios de reestruturação da dívida externa (Das et al., 2012) e o efeito desse evento na evolução da dívida externa em momento posterior à reestruturação de dívida.<sup>54</sup>

<sup>53</sup> O princípio subjacente a estes instrumentos é que o serviço da dívida externa depende da taxa de crescimento económico do país devedor. Assim, se o crescimento económico for superior ao previsto o serviço da dívida externa terá custos mais elevados para o devedor.

<sup>54</sup> Ao longo da sua história, Portugal terá entrado em incumprimento e reestruturado a sua dívida soberana e externa seis vezes ao longo dos séculos. No final de 1891, Portugal entrou em incumprimento e posteriormente impôs uma reestruturação unilateral da sua dívida externa, definindo as condições das mesmas sem a anuência dos credores internacionais. No âmbito desse processo de reestruturação, o país abandonou o padrão ouro, i.e., a convertibilidade da moeda nacional para o ouro (Santos, 2001; Mata e Valério, 1998).



Começando pela Argentina, entre 1956 e 2005, o país realizou várias reestruturações da sua dívida soberana. Os episódios de reestruturação de dívida mais significativos ocorreram na sequência da crise de hiperinflação e do plano de convertibilidade que estabelecia uma taxa de câmbio fixa entre o peso e o dólar (final dos anos 80/início dos anos 90 e em 2001).

Entre o final dos anos 80 e inícios dos anos 90 a dívida externa da Argentina diminuiu significativamente (tendo crescido de 52,9% do PIB em 1987 para 85,5% do PIB em 1989, caiu para 27,3% do PIB em 1993).

O crescimento económico na primeira década dos anos 2000 aliado à reestruturação de dívida soberana permitiram que a trajetória da dívida externa da Argentina se tornasse mais sustentável.

Quadro 4.2 - Episódios de reestruturação da dívida externa da Argentina, Indonésia e Rússia

<b>País</b>	<b>Ano</b>	<b>Dívida afetada (mil milhões de dólares)</b>	<b>Dívida externa (% do PIB)</b>
Argentina	1956	0,5	-
	1961	0,3	-
	1962	0,3	-
	1965	0,3	-
	1985	11,6	58,0
	1987	31,7	54,0
	1989	2,4	85,5
	1991	1,7	34,6
	1992	2,7	30,0
	1993	28,5	27,3
	2005	43,7	65,8
	2021	-	54,8
Indonésia	1966	0,3	-
	1967	0,1	-
	1968	0,2	-
	1970	2,1	37,5
	1994	4,2	61,0
	1998	4,2	158,7
	2000	5,4	87,3
	2002	5,5	65,7
	2005	2,7	49,7
	2021	-	35,1
Rússia	1993	15,0	25,9
	1994	7,1	31,0
	1995	6,4	30,9
	1996	40,2	32,4
	1997	30,5	31,7
	1999	13,0	91,9
	2000	33,3	56,5
	2021	-	27,1

Fonte: World Bank, Das et al. (2012) e cálculos dos autores.

Tendo aumentado até meados dos anos 90, a dívida externa da Indonésia foi reestruturada dez vezes entre 1966 e 2003. A generalidade dos episódios de reestruturação de dívida ocorreu na sequência da crise financeira asiática de 1997, com significativo impacto adverso para a economia da Indonésia. A este respeito, a dívida externa que era de 158,7% do PIB em 1998, apresentou uma tendência de queda significativa e em 2005 já era de apenas 49,7% do PIB.

Por fim, no que diz respeito à Rússia, este país reestruturou a sua dívida nove vezes entre 1993 e 2000. Existem dois acontecimentos que explicam os eventos de reestruturação de dívida externa da economia russa. Em primeiro lugar, o fim da União Soviética e a passagem da economia russa de uma economia de tipo planificada para economia capitalista foi acompanhado por um processo de reestruturação da economia russa (vide Figura 4.4), que foi acompanhado de instabilidade macroeconómica e por uma profunda recessão económica.

Em segundo lugar, a crise financeira da Rússia de 1998 e a forte depreciação do rublo contribuíram para a necessidade de reestruturação da dívida externa deste país. A reestruturação pós-1998 e o retomar do crescimento económico neste período contribuíram para uma maior sustentabilidade da dívida externa russa – passou de 91,9% do PIB em 1999 para 27,1% do PIB em 2021.

### **4.3. ANÁLISE DE CASOS**

#### **4.3.1 EVIDÊNCIA DE REDUÇÃO OU DE AUMENTO SIGNIFICATIVO DA DÍVIDA EXTERNA**

Nesta secção (vide Quadro 4.3) analisam-se diversos casos de países que registaram variações muito significativas de uma medida da respetiva dívida externa designada por ativos financeiros líquidos. Milessi-Ferreti (2022) desenvolveu uma base de dados onde é analisada a evolução dos ativos financeiros líquidos (“NFA”) de uma lista abrangente de países. Este indicador, ligeiramente diferente da posição de investimento internacional líquida, calcula-se pela diferença entre um conjunto de ativos (nomeadamente stocks de investimento direto, ações de carteira, ativos de dívida e reservas cambiais) e um conjunto de passivos (nomeadamente stocks de investimento direto, ações de carteira e passivos de dívida) (Lane e Milessi-Ferreti, 2001).

De entre os países analisados, destaca-se a situação da Finlândia, Alemanha, Islândia e Noruega.

Em primeiro lugar, no caso da Finlândia, a variação do NFA foi muito significativa, visto que em 1999 este indicador era muito negativo (cerca de -160% do PIB)<sup>55</sup> e por oposição, em 2010, este indicador de dívida externa já estava numa trajetória de maior sustentabilidade.

No caso da Alemanha, a melhoria sustentada do NFA ocorreu no seguimento da política de flexibilização laboral conhecida como Agenda 2010 – como já foi abordado neste trabalho, implicou uma menor taxa média de crescimento da procura interna nesse país.

No caso da Islândia, a deterioração deste indicador culminou na crise financeira islandesa que ocorreu em 2008 e numa importante depreciação da moeda nacional, a coroa islandesa. Em seguida, a reestruturação da dívida externa, assim como o retomar do crescimento económico neste país, contribuíram para a estabilização do NFA na Islândia.

---

<sup>55</sup> O valor negativo do NFA para a economia finlandesa deveu-se a efeitos de revalorização, sobretudo o resultado de se ter verificado um grande aumento do preço das ações da empresa Nokia devido ao facto e cerca de 90% das ações serem detidas por investidores internacionais (Hilpinen, 2007).

Quadro 4.3 - Evolução dos ativos financeiros líquidos (do inglês "NFA")

<b>País</b>	<b>Período</b>	<b>NFA inicial</b> (% do PIB)	<b>NFA final</b> (% do PIB)	<b>Δ NFA</b> (p.p. do PIB)	<b>NFA mais recente</b> (2015, % do PIB)
Dinamarca	1985-2015	-51,0	33,6	84,6	33,6
Finlândia	1974-1994	-15,1	-52,3	-37,1	-0,1
	1997-1999	-39,7	-159,7	-120,0	
	1999-2010	-159,7	18,9	178,6	
Alemanha	2002-2015	-1,8	44,4	46,3	44,4
Islândia	2003-2014	-67,9	-358,5	-290,6	-5,6
	2014-2015	-358,5	-5,6	352,9	
Indonésia	1997-1998	-56,8	-132,3	-75,6	-45,0
	1998-2006	-132,3	-34,9	97,4	
Coreia do Sul	1999-2015	-18,9	14,5	33,4	14,5
Países Baixos	1991-2002	16,7	-27,6	-44,3	63,8
	2007-2015	-18,4	63,8	82,1	
Noruega	1978-1994	-50,8	0,9	51,7	180,5
	1997-2015	6,5	180,5	174,0	
Argentina	1970-1979	-16,7	-0,7	-16,0	5,6
	1980-1989	-4,1	-25,0	20,9	
	1992-2002	-4,1	-50,8	46,7	
	2004-2015	-35,2	5,6	43,4	

Fonte: Milesi-Ferretti (2022), exclui reservas de ouro.

Por último, no caso da Noruega, ocorreu um crescimento sustentado do valor do NFA. Uma das razões para o sucedido é o facto deste país possuir importantes reservas de recursos naturais (nomeadamente petróleo), e ter-se verificado uma apreciação substancial do preço deste recurso.

O Quadro 4.4 apresenta a PII do mesmo grupo de países. Como se constata, existe uma semelhança óbvia entre os dados relativos à NFA e ao PII dos diversos países analisados.

Quadro 4.4 - Evolução da posição de investimento internacional líquida (PII) (em percentagem do PIB)

<b>País</b>	<b>Período</b>	<b>PII inicial</b> (% do PIB)	<b>PII final</b> (% do PIB)	<b>Δ PII</b> (p.p. do PIB)	<b>PII mais recente</b> (2015, % do PIB)
Dinamarca	1988-2005	-43,5	3,3	46,8	74,9
	2007-2019	-6,3	76,5	82,8	
Finlândia	1974-1993	-14,1	-51,8	-37,7	-2,4
	1993-1999	-51,8	-168,3	-116,5	
	2007-2010	-27,2	18,6	45,8	
Alemanha	2002-2008	-1,6	13,9	15,5	65,9
	2011-2021	13,5	65,9	52,4	
Islândia	1973-1984	-15,8	-55,3	-39,5	40,0
	1999-2008	-42,9	-653,9	-611,0	
	2011-2021	-526,9	40,0	566,9	
Indonésia	1984-1998	-25,9	-106,1	-80,2	-23,2
	1998-2008	-106,1	-30,3	75,8	
Coreia do Sul	1983-1992	-44,3	-6,5	37,8	37,7
	2010-2021	-11,4	37,7	49,1	
Países Baixos	1995-2002	11,2	-24,3	-35,5	88,3
	2010-2020	7,2	108,3	101,1	
Noruega	1978-1994	-48,7	0,9	49,6	287,2
	2002-2021	40,3	287,2	246,9	
Argentina	1978-1994	-1,4	-61,6	-60,2	-26,2
	1986-1989	-35,2	-111,9	-76,7	
	1992-2004	-3,9	-27,9	-24,0	
	2004-2008	-27,9	15,3	43,2	
	2017-2020	2,6	36,6	34,0	

Fonte: Milesi-Ferretti (2022), exclui reservas de ouro

#### 4.3.2. PROGRAMAS DE AJUSTAMENTO DO FMI

Os programas de ajustamento do FMI ao longo das últimas décadas sofreram alterações profundas, refletindo a evolução do pensamento económico e dos consensos dominantes, bem como a adaptação dos programas de resgate do FMI a circunstâncias específicas bem como a níveis de dívida externa mais elevadas dos países resgatados, o que torna esta análise e avaliações sobre a eficácia dos programas de ajustamento do FMI particularmente difíceis.

Tendo em consideração essa limitação, existem alguns elementos comuns a programas de ajustamento mais recentes em países desenvolvidos e de estágios intermédios de desenvolvimento.

De facto, por exemplo, os programas de resgate a estados-membros do FMI consistem em empréstimos com diferentes maturidades a taxas de juro mais favoráveis que os mercados, acompanhadas por programas de ajustamento – austeridade orçamental –, por programas de privatizações e por políticas de desvalorização cambial que visavam contrair a procura agregada doméstica de forma a reduzir de forma permanente as importações e a reequilibrar a balança externa.

Os programas do FMI são tipicamente definidos em função da capacidade de financiamento alocada para o FMI ao país, apresentando uma componente discricionária significativa de intervenção política dos EUA e de outras potências ocidentais. No passado, esses programas de ajustamento previam a introdução de controlos aos movimentos de capitais como sugerido por Keynes. Contudo, programas de ajustamento mais recentes, nomeadamente aqueles concedidos à Grécia, à Irlanda, a Portugal em 2010-2011 e à Argentina em 2018 não introduziram restrições aos movimentos de capitais e foram adaptados às circunstâncias específicas dos estados-membros da Área do Euro, nomeadamente o FMI não exigiu à Grécia, Irlanda e Portugal que depreciassem as suas moedas.

Até recentemente, os programas de ajustamento do FMI não previam reestruturações de dívida externa ou de dívida soberana. Em alguns casos de países em desenvolvimento sobreendividados, os países credores concederam perdões de dívida ou acordaram a reestruturação de dívida. Na última década, e em particular no caso da Grécia em 2011-2012 e da Argentina em 2019, o FMI suportou os processos de reestruturação de dívida desses países.

O FMI concedeu 1900 empréstimos a países em dificuldades entre 1952 e 2015. No Quadro 4.5 apresenta-se um resumo das datas dos resgates (ou dos empréstimos), número de programas de resgate ou empréstimos e níveis de dívida externa no período anterior e posterior ao resgate ou ao empréstimo.

Quadro 4.5 - Programas de resgate do FMI

<b>País</b>	<b>Nº programas</b>	<b>Ano</b>	<b>Valor acordado</b> (milhões de SDR)	<b>Valor emprestado</b> (milhões de SDR)	<b>Total emprestado</b> (milhões de SDR)	<b>PII</b> (% do PIB de 1970)	<b>PII</b> (% do PIB de 2021)
Argentina	16	1958	75,0	42,5	30416,3	-18,9	26,2
		1959	100,0	100,0			
		1960	100,0	60,0			
		1962	100,0	100,0			
		1976	260,0	159,5			
		1983	1500,0	600,5			
		1984	11825	1182,5			
		1987	947,5	616,5			
		1989	736,0	506,0			
		1991	780,0	438,8			
		1992	4020,3	4020,3			
		1996	720,0	613,0			
		2000	16936,8	9756,3			
		2001	6086,7	5875,0			
		2003	2174,5	2174,5			
		2003	8981,0	4171,0			



<b>País</b>	<b>Nº programas</b>	<b>Ano</b>	<b>Valor acordado</b> (milhões de SDR)	<b>Valor emprestado</b> (milhões de SDR)	<b>Total emprestado</b> (milhões de SDR)	<b>PII</b> (% do PIB de 1970)	<b>PII</b> (% do PIB de 2021)
Brasil	13	1958	37,5	37,5	65612,1	-20,5	31,3
		1961	160,0	60,0			
		1965	125,0	75,0			
		1968	87,5	75,0			
		1983	4239,1	2743,1			
		1988	1096,0	365,3			
		1992	1500,0	127,5			
		1998	9117,4	6512,4			
		1998	13024,8	9470,8			
		2001	9950,9	9950,9			
		2001	12144,4	11385,4			
		2002	7609,7	7609,7			
		2002	27375,1	17199,6			
Índia	6	1957	72,5	72,5	6405,4	-14,8	-32,4
		1962	100,0	25,0			
		1965	200,0	200,0			
		1981	5000,0	3900,0			
		1991	551,9	551,9			
		1991	1656,0	1656,0			
México	9	1954	50,0	22,5	18053,6	-16,3	-43,3
		1959	90,0	22,5			
		1961	90,0	45,0			
		1977	518,0	100,0			
		1983	3410,6	2502,7			
		1986	1400,0	1400,0			
		1989	3729,6	3263,4			
		1995	12070,2	8758,0			
		1999	3103,0	1939,5			

<b>País</b>	<b>Nº programas</b>	<b>Ano</b>	<b>Valor acordado</b> (milhões de SDR)	<b>Valor emprestado</b> (milhões de SDR)	<b>Total emprestado</b> (milhões de SDR)	<b>PII</b> (% do PIB de 1970)	<b>PII</b> (% do PIB de 2021)
Finlândia	2	1952	5,0	5,0	98,8	-28,1	-2,4
		1967	93,8	93,8			
Islândia	2	1960	5,6	4,0	1404,4	-18,7	-40,0
		2008	1400,0	1400,0			
Indonésia	8	1961	41,3	41,3	11314,8	-27,8	-23,2
		1963	50,0	20,0			
		1968	51,8	51,8			
		1969	70,0	59,0			
		1970	46,3	38,0			
		1997	8338,2	3669,1			
		1998	5383,1	3797,7			
		2000	3638,0	3638,0			
Coreia do Sul	9	1968	25,0	12,5	26035,8	-32,4	37,7
		1974	20,0	20,0			
		1975	20,0	9,0			
		1980	640,0	320,0			
		1981	576,0	576,0			
		1983	575,8	575,8			
		1985	280,0	160,0			
		1997	9950,0	9950,0			
		1997	15500,0	14412,5			

Fonte: FMI

Do quadro acima constata-se que não é certo que os resgates do FMI tenham contribuído para uma maior sustentabilidade da dívida externa do conjunto de países analisados.

O Brasil, Índia, Argentina e México, beneficiaram de empréstimos do FMI em montantes muito elevados<sup>56</sup> e, não obstante, a sua posição de investimento internacional líquida deteriorou-se muito significativamente entre 1970 e 2021. Em contraste, Islândia e Coreia conseguiram melhorar a sua PII nos últimos 51 anos.

Segundo Papi et al. (2015), nos países que foram sujeitos a resgates e a programas de ajustamento económico-financeiro do FMI a probabilidade de registarem crises bancárias é menor do que países que não foram sujeitos a programas de ajustamento económico-financeiros do FMI. É interessante verificar que esta relação apenas é estatisticamente significativa a partir de um certo montante de empréstimo, não sendo, por conseguinte, independente do valor emprestado pelo FMI ao país resgatado. A probabilidade de ocorrência de crise bancária depende também da condicionalidade incluída no programa de resgate do FMI. Finalmente, constata-se também que a probabilidade de ocorrência de crises cambiais é 20 pontos percentuais inferior em países que foram sujeitos a resgates do FMI nos cinco últimos anos (Drehera e Walter, 2008).

Por fim, os países sujeitos a programas de resgate do FMI apresentam um risco de entrada em incumprimento 1,5 a 2,0 pontos percentuais superiores à de países que não foram sujeitos a resgates (Jorra, 2012). Esta situação é contrária ao que à partida poderíamos supor, porque o propósito último dos programas de resgate é precisamente minorar a ocorrência de desequilíbrios de balanço de pagamentos e reduzir a probabilidade de entrada em incumprimento do soberano.

#### **4.3.4. O 'MILAGRE ECONÓMICO' DA CHINA**

O desenvolvimento económico da China desde o final dos anos 70 não tem paralelo na história da humanidade (Weber, 2021). A política económica chinesa foi capaz de retirar da pobreza absoluta (definida como menos de um dólar de rendimento por dia) centenas de milhões de pessoas no espaço de 40 anos, com o presidente da China, Xi Jinping, a anunciar em 2021 o fim da pobreza absoluta na China. Nesse período, a China tornou-se na maior potência económica industrial e de serviços do mundo, construindo cidades inteiras e um parque habitacional quase de raiz, que alguns analistas consideraram excessivo. A China construiu a maior rede de comboios de alta velocidade com cerca de 42 000 km de extensão da rede sobretudo entre 2005 e 2021.

---

<sup>56</sup> Brasil, Índia, Argentina e México beneficiaram de 13, 6, 16 e 9 programas de resgate, respetivamente neste horizonte temporal de 51 anos.

Por outro lado, entre outras indústrias, tornou-se no maior produtor e no maior exportador de automóveis. Em 2022, fabricou 27 milhões de automóveis (EUA fabricaram 10 milhões de automóveis). Em 2020, exportou 1 milhão de automóveis, em 2021, 2 milhões de automóveis, em 2022, 3 milhões de automóveis, ultrapassando a Alemanha e em 2023 deverá exportar 4 milhões de automóveis. O modelo de desenvolvimento da economia chinesa era baseado num modelo mercantilista, com o país a gerar excedentes externos muito significativos até à crise financeira internacional de 2007-2009.

A partir de 2010, a estratégia económica desse país alterou-se porque a sua liderança política terá considerado – corretamente, face à dimensão dos excedentes externos registados à altura – que só seria possível à China continuar a crescer a taxas elevadas através da reorientação da sua economia para a procura doméstica e através de uma nova iniciativa chinesa a partir de 2013 – designada em português por "Nova Rota da Seda" (do inglês, "Belt and Road Initiative" ou ainda "One Belt, One Road Initiative") – para promover projetos de investimento em infra-estruturas em mais de 150 países, inclusive em Portugal.

Essa estratégia económica das autoridades chinesas não é isenta de problemas. Em particular, resultou numa enorme bolha especulativa no mercado imobiliário chinês e em volumes muito significativos de crédito malparado e de falências nesse sector e por níveis crescentes de dívida pública da Administração Local e da Administração Regional.

Por outro lado, tendo a China financiado a construção de obras emblemáticas de infra-estruturas em países em desenvolvimento no âmbito da Nova Rota da Seda, vários desses países revelam-se incapazes de cumprir o serviço da dívida que financiou essas infra-estruturas.

Peritos académicos internacionais têm publicado resultados de investigação sobre os programas de financiamento chineses, em alguns casos investigação essa financiada por agências do Governo americano, como a AID, sinalizando o interesse das autoridades americanas em melhor compreender as metodologias utilizadas por diversas instituições chinesas para financiar projetos de investimento em infra-estruturas no âmbito do projeto One Belt, One Road.

A mensagem principal dessa literatura (e.g., Gelpert et al., 2023) é que a China está a dar os primeiros passos como credor internacional, revelando abordagens nas formas de financiamento que se afiguram insustentáveis porque demasiado enviesadas na proteção dos interesses dos credores chineses e com termos financeiros que, a confirmarem-se, se afiguram demasiado onerosos.<sup>57</sup>

<sup>57</sup> Gelpert et al. (2023) sugerem, com base na análise de 100 contratos de empréstimo, que a taxa de juro é de cerca de 5% (spreads de 200 a 300 pontos base em relação à libor) para maturidades relativamente curtas de cinco anos. Brad Setser (2023) argumenta que a maior parte dos empréstimos de projetos da Nova Rota da Seda têm uma maturidade de 15 anos.

Essa literatura e a evidência disponível sugere que a China enfrenta significativas dificuldades em reciclar os muito elevados excedentes externos que continua a registar de forma recorrente, optando por manter o grosso desses excedentes em dólares.

Gelpern et al. (2023), por exemplo, numa análise de 100 contratos de dívida entre entidades chinesas e países em desenvolvimento, argumentam que os contratos de dívida chineses contêm cláusulas não ortodoxas que favorecem o interesse dos credores e que procuram assegurar que a dívida a essas entidades goza de (ou de a mais) elevada prioridade em relação a outra dívida sénior. Em particular, contêm cláusulas que parecem impedir reestruturações de dívida com base em alterações à lei nacional, ou com base em acordos do Clube de Paris (clube de credores soberanos), ou que obrigam ao pagamento antecipado dessa dívida. Por outro lado, Gelpern et al. (2023) e Horn et al. (2022) destacam as cláusulas de confidencialidade dos contratos de empréstimos entre a China e países em desenvolvimento, salientando que esse processo torna menos transparente o nível de endividamento externo de cada país em desenvolvimento, podendo resultar em níveis insustentáveis de endividamento externo dessas economias.

É evidente que a economia chinesa beneficiou de economias de escala crescentes em que, como sugerido pela literatura identificada acima, política orçamental, bancária e monetária expansionistas permitiram ganhos de economia de escala alavancando um crescimento mais rápido das exportações do que das importações, não obstante taxas de crescimento da procura agregada doméstica muito mais elevadas do que no resto do mundo que, *ceteris paribus*, tenderiam a fazer as importações crescer a taxas mais elevadas do que as exportações.

Mais interessante é o que tem ocorrido desde que a China reorientou o seu modelo de desenvolvimento da economia fazendo-o depender de forma crescente da sua procura agregada doméstica e de programas de financiamento de investimento a países em desenvolvimento.

Essa estratégia económica foi baseada em enormes programas públicos de investimento em infraestruturas, que resultaram num significativo aumento do rácio de endividamento público em percentagem do PIB.

O aumento da procura agregada doméstica resultou num aumento dos salários nominais acima do crescimento dos preços, e por essa via a uma subida dos salários reais. Contudo, a economia chinesa continuará a beneficiar de ganhos de economias de escala significativos que se traduzem em crescimento da produtividade acima dos registados noutras economias. Em particular, aumentos de salários na indústria que os trouxeram para níveis mais próximos

do Ocidente, muito acima daqueles praticados na indústria do restante sudeste asiático, têm sido alcançados em paralelo com ganhos de competitividade dessas indústrias que se traduzem, por exemplo, em custos unitários do trabalho mais baixos do que se observa quer no Ocidente quer no resto do sudeste asiático.

Note-se, em particular, o contraste do modelo de desenvolvimento chinês com aquele conseguido pela Índia, outro país com um vasto mercado interno e uma enorme população que lhe permitiria aspirar a ganhos de economias de escala similares aos atingidos pela economia chinesa.

É relevante também considerar o investimento direto estrangeiro da China em Portugal e, em particular, a componente estatal desse investimento.

Quadro 4.6 - Investimento Direto Estrangeiro da China em Portugal

<b>Anos</b>	<b>Mês</b>	<b>Investidor</b>	<b>Sector</b>	<b>Montante</b> (milhões de euros)	<b>Tipo</b>
2011	dezembro	Three Gorges	Energia	3510	Investimento
2012	fevereiro	State Grid	Energia	510	Investimento
2012	dezembro	Three Gorges	Energia	470	Investimento
2013	março	Beijing Enterprises (BEHL)	Utilities	100	Investimento
2014	janeiro	Fosun	Finanças	2030	Investimento
2014	outubro	Fosun	Saúde	590	Investimento
2014	dezembro	Haitong Securities	Finanças	470	Investimento
2015	dezembro	State Adm. Of Foreign Exchanges, China Reform Holdings	Energia	590	Investimento
2016	novembro	Fosun	Finanças	180	Investimento
2017	fevereiro	Fosun	Finanças	310	Investimento
2017	fevereiro	Three Gorges	Energia	260	Investimento
2020	julho	Three Gorges	Energia	260	Investimento
2020	novembro	China Communications Constructions	Imobiliário	200	Investimento
Total				9480	

Fonte: China Global Investment Tracker

No Quadro 4.6 são resumidos os investimentos mais relevantes de empresas chinesas em Portugal no período entre 2001 e 2020. Constatam-se

se que os investimentos ocorreram em sectores protegidos da concorrência internacional, i.e., sectores não transacionáveis. Mais especificamente, não se tratou de investimento produtivo, mas, a aquisição de percentagem do capital acionista de algumas empresas estratégicas em Portugal, nomeadamente a EDP e a Companhia de Seguros Fidelidade.

De entre os sectores analisados, o investimento foi mais intenso no sector da energia, com um valor agregado de 5,6 mil milhões de euros, e uma importância superior a 50 por cento do investimento total constante do Quadro 4.6. O segundo sector mais relevante é o sector financeiro, com um investimento de 2990 milhões de euros, correspondendo a 32 por cento do montante total investido.

Por último, é de salientar que a China recorreu a instrumentos fiscais para promover o investimento direto estrangeiro industrial e direcionado para exportações, criando zonas de comércio livre e zonas alfandegadas a partir de 1990, e 21 zonas de comércio livre entre 2013 e 2020.

Essas zonas contemplam vários tipos de incentivos fiscais e não fiscais, nomeadamente permitindo a importações de bens sem tarifas aduaneiras e isentos de impostos, por exemplo baseadas em zonas onde é permitido o designado armazenamento alfandegado. Além disso, no caso de algumas zonas de comércio livre e de alguns tipos de investimento direto estrangeiro em indústrias de tecnologias de ponta são asseguradas taxas de IRC de 15% (ou mesmo de 0% nos primeiros cinco anos de operação de alguns projetos de investimento direto estrangeiro prioritários) e taxas de IRS especiais.

Esses instrumentos têm sido fundamentais para projetos de investimento direto estrangeiro industrial de multinacionais como a Apple, Foxconn, Compaq, Dell e Hewlett-Packard.

#### **4.3.5. A ESTRATÉGIA DOS EUA NO SÉCULO XVIII E XIX E NO SÉCULO XXI**

Bradford DeLong (2013) argumenta que os anos de ouro do desenvolvimento económico dos EUA ocorreram sob a égide do Estado, criticando a perspectiva que o modelo de desenvolvimento dos EUA assentou sempre em liberalismo – "laissez-faire economics" –. Outros autores também encontram analogias entre o modelo de desenvolvimento da China da atualidade e o dos EUA no século XIX. DeLong argumenta que a deterioração da competitividade internacional da economia americana ocorre na sequência e como consequência do processo de liberalização, de financeirização e de desregulamentação da

economia americana nos últimos 40 anos, tendo-se iniciado com as reformas de Reagan e de Thatcher no final dos anos 70 e início dos anos 80. Defende que é necessária política industrial estatal para promover o desenvolvimento da economia americana.

De facto, a tese de que ao longo da história, os EUA foram sempre uma nação que empreendia políticas liberais é incorreta. Chang (2008) afirma que os EUA apenas se tornaram acérrimos defensores de políticas económicas liberalizantes (a nível mundial), a partir do momento em que se tornaram o país tecnologicamente mais avançado do mundo, sobretudo após a 2ª guerra mundial.

Alexander Hamilton, o primeiro Secretário de Estado do Tesouro dos EUA, defendeu a aplicação de medidas protecionistas destinadas a proteger as indústrias nacionais em estado prematuro de desenvolvimento. Num relatório sobre a indústria, Hamilton (1791) defendeu que os EUA deveriam tornar-se autossuficientes na produção de bens manufacturados, e com esse propósito era necessário proteger a indústria nacional da concorrência estrangeira, mais evoluída tecnologicamente.

Para esse efeito, era defendida a aplicação de tarifas aduaneiras com o propósito de encarecer as importações, e ainda a aplicação de subsídios estatais em sectores estratégicos, com vista a promover um aumento das exportações.

A estratégia de política económica promovida por Hamilton é aliás similar à tese das indústrias nascentes desenvolvida por Frederich List (1856). Segundo esse autor, era necessário que os países em desenvolvimento (neste caso os EUA), protegessem as suas indústrias nascentes para permitir que as mesmas aumentassem a sua dimensão e se tornassem competitivas. Esta proteção seria temporária, sendo necessárias, até ao momento em que a indústria nacional estivesse em igualdade de condições para concorrer com a indústria estrangeira.

Durante o século XIX, os EUA continuaram a aplicar políticas económicas protecionistas, nomeadamente com a aplicação da Tarifa Morrill, da Tarifa McKinley e Tarifa Dingley.

Apenas na década de 1920 as políticas protecionistas dos EUA foram suavizadas, mas logo na década de 1930 voltaram a ser implementadas de forma mais intensa, com a aprovação da Tarifa Smoot-Hawley, que elevou as tarifas para um valor superior a 60%, e teve impactos económicos negativos, contribuindo para o agravamento da Grande Depressão (Irwin, 2017). Jack Sullivan (2023), Conselheiro de Segurança Nacional dos EUA da Administração Biden, num discurso recente defendeu que os EUA:

- precisam de uma política industrial que fortaleça a sua competitividade internacional, a sua segurança nacional e o seu bem-estar social;



- devem investir em sectores estratégicos como semicondutores, baterias, inteligência artificial, biotecnologia e energia limpa;
- devem cooperar com os seus aliados e parceiros para garantir cadeias de abastecimento resilientes e diversificadas. Finalmente, é interessante notar que Donald Trump durante a campanha eleitoral para a presidência dos EUA em 2024, promoveu voltar a adotar política protecionistas para "tornar a América novamente grande" (do inglês, "Make America Great Again ou MAGA"), baseadas em tarifas aduaneiras para a importação de bens provenientes da China e da União Europeia.

#### **4.4. CONTEXTO ATUAL**

A identificação de uma estratégia, de uma metodologia e de medidas concretas de política económica para responder ao desafio da elevada dívida externa do país não pode ser desenvolvida exclusivamente com base no conhecimento e na experiência passadas porque o contexto macroeconómico global atual é muito distinto daquele do passado.

Interessa, por conseguinte, refletir sobre os impactos do contexto macroeconómico global nos processos de aumento e de redução da dívida externa de economias com a natureza da economia portuguesa.

##### **4.4.1. DESEQUILÍBRIOS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS**

Os desequilíbrios externos globais da atualidade traduzem-se num relativamente pequeno grupo de países com elevados excedentes recorrentes, de um lado, com a generalidade das economias a nível internacional a registarem défices recorrentes e a acumularem níveis de dívida externa significativos.

Do primeiro grupo de países fazem parte vários dos países produtores de petróleo e países exportadores de combustíveis e de mercadorias, salientando-se, pela importância dos excedentes da balança corrente e de capital anuais e da posição credora global, por ordem decrescente de importância, a Noruega, a Arábia Saudita, a Rússia, os Emiratos Árabes Unidos (vide Quadro 4.7).

Quadro 4.7 - Evolução da balança corrente e de capital de alguns países exportadores de petróleo  
(em milhares de milhões de dólares)

<b>Anos</b>	<b>Arábia Saudita</b>	<b>Noruega</b>	<b>Rússia</b>
2010	66,8	50,1	67,4
2011	158,6	66,2	97,4
2012	164,5	63,4	66,1
2013	135,1	53,2	33,0
2014	73,4	54,8	15,5
2015	-57,8	31,0	67,5
2016	-24,7	14,7	23,7
2017	8,6	21,6	32,0
2018	69,6	34,8	114,6
2019	36,5	11,8	65,4
2020	-24,7	4,1	35,3
2021	43,0	66,1	122,4
Posição de Investimento Internacional (2021)	1244,8	1344,0	356,5

Fonte: Banco Mundial e Milesi-Ferretti (2022)

Do quadro acima, constata-se que tanto a Noruega como a Rússia apresentaram significativos excedentes da balança corrente e de capital de forma persistente e que a Arábia Saudita também tem tendência a apresentar elevados excedentes da balança corrente e de capital que oscilam em função dos preços de petróleo, gás natural e produtos refinados que constituem as principais receitas de exportações desse país.

De entre essas três economias, a Arábia Saudita é o país com o perfil de especialização mais dependente das exportações de combustíveis.

O modo através do qual Noruega, Rússia e Arábia Saudita geram os excedentes de balança corrente e de capital obviamente que não é replicável, uma vez que é o resultado da existência de recursos naturais no respetivo território.

Quadro 4.8 - Evolução da balança corrente e de capital de países com excedentes externos  
(em milhares de milhões de dólares)

<b>Anos</b>	<b>Alemanha</b>	<b>Hong Kong</b>	<b>Coreia do Sul</b>	<b>Japão</b>
2010	197,8	15,4	27,9	215,9
2011	232,6	13,6	16,5	130,1
2012	250,9	4,0	48,8	59,1
2013	244,6	4,0	77,2	38,7
2014	282,7	4,0	83,0	34,4
2015	288,6	10,2	105,1	134,2
2016	297,4	12,6	97,9	190,5
2017	285,1	15,5	75,2	200,7
2018	317,9	13,3	77,8	175,4
2019	293,4	21,2	59,5	172,8
2020	267,3	24,1	75,5	146,0
2021	312,1	42,3	85,1	193,8
Posição Investimento Internacional Líquida (2021)	2685,9	1865,2	653,6	3540,7

<b>Anos</b>	<b>Países Baixos</b>	<b>Singapura</b>	<b>Suécia</b>	<b>Suíça</b>
2010	57,7	55,0	28,5	73,6
2011	81,9	62,1	30,2	35,0
2012	77,6	52,1	29,5	58,6
2013	86,5	48,3	29,4	68,7
2014	75,4	56,5	23,8	-5,4
2015	36,4	57,6	15,5	31,4
2016	54,2	56,7	11,3	45,3
2017	74,0	62,3	15,1	38,3
2018	84,5	59,2	14,3	51,0
2019	62,5	60,9	29,0	26,2
2020	46,7	57,3	33,0	11,7
2021	73,9	76,4	41,0	54,3
Posição Investimento Internacional Líquida (2021)	865,7	1017,2	120,4	675,6

Fonte: Banco Mundial e Milesi-Ferretti (2022)

Do segundo grupo de países fazem parte, por um lado, vários países industriais que adotaram diferentes estratégias mercantilistas, salientando-se por ordem histórica e de excedentes da balança corrente e de capital em termos nominais ou em percentagem do PIB e posição credora global, Japão, Alemanha, China, Suíça, Coreia do Sul, Taiwan, Suécia, Singapura, Hong-Kong, Países Baixos (vide Quadro 4.8).

Deste grupo de países de salientar países (ou Zonas Económicas Especiais de países, no caso da China) que seguiram uma estratégia de praça financeira e/ou paraíso fiscal (Suíça, Singapura, Hong-Kong e Zonas Económicas Especiais da China, Países Baixos).

Dos países que seguiram uma estratégia mercantilista, um primeiro grupo de países adotou uma estratégia de política económica baseada na hipótese dos pós-keynesianos, que pode ser resumida como adotando políticas económicas que colocam a procura agregada doméstica, i.e., a procura interna, a crescer a taxas muito superiores à taxa de crescimento da procura agregada global (PIB global) visando, através do aumento do investimento (FBCF) em infra-estruturas de capital de indústrias de bens transacionáveis internacionalmente, obter economias de escala crescentes que lhes permitam tornar as exportações de bens e serviços internacionalmente mais competitivas.

Um segundo grupo de países adotaram uma política económica de inspiração neoclássica. O objetivo continua a ser utilizar o crescimento das exportações para obter ganhos de economia de escala nos sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente. Mas este grupo de países segue políticas económicas e orçamentais domésticas que procuram assegurar que a taxa de crescimento da procura agregada doméstica é inferior à taxa de crescimento da procura interna das economias dos seus principais parceiros internacionais, nomeadamente através de políticas de contenção salarial e de controlo das taxas de crescimento da despesa pública. Nestas condições, não é estritamente necessário que as exportações se tornem mais competitivas internacionalmente. É suficiente que mantenham a sua competitividade relativa. Como a procura interna dos mercados de exportação cresce a taxas mais elevadas que a procura interna, as exportações crescem a taxas mais elevadas do que as importações gerando a prazo excedentes recorrentes da balança comercial. Note-se que o aumento do volume das exportações em indústrias com economias de escala, por sua vez, tende a contribuir para ganhos de economia de escala e para uma tendência de aumento da competitividade das exportações.

Uma variante desta estratégia é adoção de políticas económicas que promovam a redução da taxa de crescimento dos salários face a outras economias ou mesmo a queda dos salários nominais e reais (desinflação competitiva) para manter equilíbrio da balança corrente e de capital, mas sem que desse processo resultem economias de escala crescentes nos sectores de bens e serviços transacionáveis.

De facto, no período posterior ao programa de ajustamento económico-financeiro que Portugal com a UE e o FMI, o peso dos salários em percentagem do PIB apresentou uma tendência de diminuição acelerada, apresentando valores inferiores à média da UE.

Contudo, como se constata no caso de Portugal, essa estratégia pode ser contraproducente se resultar numa queda do investimento produtivo, ausência de ganhos de economias de escala e numa deterioração da competitividade internacional das exportações de bens e serviços transacionáveis. Nessa situação, qualquer surto de crescimento económico se traduz numa deterioração acentuada da balança comercial.

As estratégias económicas seguidas por países com excedentes da balança corrente e de capital recorrentes tornam muito difíceis a países deficitários com elevados níveis de dívida externa adotar medidas de política económica que permitam às respetivas economias passar a gerar excedentes recorrentes da balança corrente e de capital, de forma a permitir que esses países iniciem uma trajetória de redução do nível de dívida externa.

Por outro lado, esses países, ao acumularam excedentes externos – países credores – necessariamente disponibilizam-se a financiar os países devedores porque essa poupança externa dos países credores, por definição, só pode ser utilizada pelos países devedores.

Até antes do início das tensões geopolíticas entre o Ocidente e a Rússia e China, a generalidade dos países credores preferia acumular essa poupança externa na forma de divisas internacionais como o dólar, o euro, o iene e o yuan, quer seja diretamente em depósitos bancários junto de grandes bancos internacionais, quer através da aquisição de títulos de dívida soberana, quer através da gestão dessa poupança externa por fundos soberanos ou pelo respetivo banco central que em parte os aplicava numa carteira de títulos de dívida pública, privada, ações e inclusive fundos privados de gestão de ativos como os designados 'private equity'.

Tal significa que a dívida externa da generalidade dos países devedores está denominada numa moeda estrangeira, o mesmo acontecendo à poupança externa de vários países credores. Os EUA e, em menor grau, os estados-membros da Área do Euro e do Reino Unido gozam do privilégio de ter parte significativa dos seus passivos externos denominada na sua própria moeda o que significa, por um lado, que a sua situação patrimonial financeira melhora quando a respetiva moeda se deprecia (Cabral, 2011) e, por outro lado, que gozam do que Giscard d'Estaing nos anos 1960 designou de "privilégio exorbitante" de poder financiar importações cruciais para o funcionamento das respetivas economias (por exemplo, importações de combustíveis) na sua própria moeda.

#### **4.4.2. ALTERAÇÕES AO SISTEMA MONETÁRIO VIGENTE (BRETTON WOODS III)**

Na sequência do acentuar das tensões geopolíticas, o mundo parece estar a dividir-se em dois blocos, o primeiro em torno dos EUA e o segundo em torno dos BRICs. Pontos importantes deste processo são o alinhamento das poupanças externas dos respetivos países membros nas moedas de reserva internacional e sistemas bancários dos respetivos blocos, uma tentativa de desenvolvimento de comércio bilateral baseado nas respetivas moedas nacionais, a introdução de variedades de controlos de capitais entre os dois blocos e alguma redução das trocas comerciais entre os dois blocos.

Tal indicia uma redução dos volumes de poupança externa denominados em dólares, euros, ienes e libras e, de forma geral, em depósitos em grandes

bancos ocidentais, e por oposição, um aumento dos volumes de poupança externa denominados em moedas nacionais e na moeda chinesa (yuans).

Rússia, China e, de um modo geral a organização BRICs, estão no presente a estudar e a negociar uma arquitetura alternativa às moedas de reserva internacionais dominantes – e ao dólar, em particular –, que lhes permita evitar estar sujeito à aplicação de sanções dos EUA e dos seus aliados.

Tarik Cyril Amar (2023) argumenta que o processo em curso é um regresso às discussões de Bretton Woods de 1943-1944, só que desta vez é a posição de Harry Dexter White (i.e., o representante dos EUA nas negociações) que é vencida, com uma proposta similar à de Keynes e do bancor a perfilar-se como vencedora.

Não há perspectivas no presente do desenvolvimento de uma moeda dos BRICS alternativa ao dólar, pela complexidade e dificuldade técnica em tal projeto. Os BRICS parecem não ter identificado uma abordagem robusta para o desenvolvimento de uma nova moeda alternativa ao dólar, mas comprometeram-se a desenvolver transações comerciais denominadas nas respetivas moedas, o que contribuirá para a redução do peso do dólar nas transações internacionais. No entanto os BRICS definiram uma agenda ambiciosa de desenvolvimento de instrumentos e instituições complementares a um novo sistema monetário internacional, nomeadamente novos mercados, novos sistemas de transferências bancárias e novos sistemas de pagamento e de compensação, alternativos àqueles do dólar e do euro.

No muito longo prazo perspectiva-se uma nova moeda internacional dos BRICS, em contraponto com as moedas de reserva internacional dos países do Ocidente, em que os rendimentos de senhoriagem (i.e., aqueles decorrentes da emissão monetária) serão atribuídos aos estados-membros participantes nessa moeda. O objetivo da nova moeda será redirecionar o grosso da poupança externa do dólar, do euro, do iene, do franco suíço e da libra para a nova moeda, processo esse que não será sem problemas, porque alguns países membros dos BRICS – em particular, China, Rússia e Arábia Saudita – enfrentam conflitos de interesse que resultam dos seus muito elevados e recorrentes excedentes externos. Para que o novo sistema monetário seja sustentável os países com excedentes externos terão de estar dispostos a assegurar a convertibilidade da nova moeda para as respetivas moedas e a financiar países membros da nova moeda que apresentem défices recorrentes da balança corrente, suportando as perdas e as menos-valias decorrentes desse processo.

#### **4.4.3. IMPLICAÇÕES PARA PORTUGAL DAS ALTERAÇÕES AO SISTEMA MONETÁRIO VIGENTE**

A separação do mundo em dois blocos de poupança externa significa que Portugal, como país deficitário, deve passar a monitorizar a evolução dos défices de balança corrente e de capital com países alinhados com esses dois blocos e com países não alinhados.

Portugal, à semelhança de economias desenvolvidas da União Europeia, apresenta um défice crónico na balança de combustíveis e défices crescentes na balança comercial com a China. Pelo que, se não forem tomadas medidas específicas, se perspetivam défices externos crónicos e dívida externa crescente do país com o bloco dos BRICs – que congrega alguns dos principais países exportadores de combustíveis –, que obrigam à definição de uma estratégia de política económica específica de mitigação e de financiamento dessa dívida externa.

Afigura-se que a melhor estratégia será procurar assegurar que a moeda utilizada na transação de importações provenientes dos BRICs passe a ser fundamentalmente o euro ou que, se isso não for possível, que essa moeda dos BRICS seja adquirida utilizando euros no ato da transação. Isso significa que o país deve optar por não contrair dívida denominada em moedas dos BRICS, optando por substituir essas obrigações financeiras por obrigações financeiras denominadas em euros.

Esta estratégia concentra o risco da dívida externa no euro, ao invés de diversificar o risco cambial. Contudo, por um lado, essa estratégia contribui para obrigar os países credores dos BRICs a financiarem as importações da Área do Euro em euros, ficando essa poupança externa cativa para financiar a atividade económica da Área do Euro. Por outro lado, devido à participação nos BRICs de países com muito elevados excedentes externos, nomeadamente aqueles resultantes de exportações de combustíveis, é expectável que a moeda dos BRICs se aprecie face ao euro. Assim, a opção pelo financiamento das importações provenientes dos BRICS em euros é uma forma de contribuir para uma melhor sustentabilidade da dívida externa de Portugal, porque a dívida externa denominada em moeda dos BRICs poderá apresentar uma tendência de crescimento mais rápida do que dívida externa denominada em euros.





## 5. MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PROPOSTAS

As medidas de política económica propostas nesta Secção visam, por um lado, ter efeitos incrementais favoráveis (cada uma dessas medidas, de algumas décimas de pontos percentuais do PIB, por ano, em média) nas contas externas (balança corrente e de capital), na posição de investimento internacional líquida ou na dívida externa líquida do país e, por outro lado, visam ter efeitos incrementais favoráveis na taxa de crescimento do PIB nominal (e real) do país.

Ou seja, a abordagem para tornar a dívida externa sustentável é procurar: (i) reduzir a taxa de crescimento da dívida externa do país,<sup>58</sup> através de medidas de política económica com efeitos favoráveis nas contas externas ou na dívida externa; e (ii) aumentar a taxa de crescimento do PIB do país, através de medidas de política económica com efeitos favoráveis nesta variável.

Note-se que, considerando os níveis atuais de dívida externa líquida do país (-53,6% do PIB em 2023), da balança corrente e de capital (+1,6% do PIB em 2023) e da taxa de crescimento do PIB nominal (+9,6% em 2023), a dívida externa líquida tem estado em anos recentes numa trajetória sustentável.

Os autores estimam que as medidas de política económica propostas nesta Secção poderiam ter um efeito favorável na taxa de crescimento da dívida externa (-1,5% do PIB, por ano) e na taxa de crescimento do PIB nominal

---

<sup>58</sup> A variável objetivo é o saldo da balança corrente e de capital – que é uma medida aproximada da variação do nível da dívida externa – e que reflete o efeito da taxa de juro implícita da dívida externa e do excedente da balança corrente e de capital excluindo o défice da balança de rendimento primário.

(+2,6% por ano) contribuindo para colocar a dívida externa numa trajetória sustentável e de mais rápida redução, que permitisse ao país reduzir a sua dívida externa líquida para níveis abaixo de 10% do PIB num prazo inferior a 20 anos, assim como registar taxas de crescimento económico mais elevadas sem colocar em causa a dinâmica de sustentabilidade da sua dívida externa líquida e a balança corrente e de capital. Essa estratégia permitiria igualmente a adoção de uma política orçamental e de uma política de rendimentos mais expansionista, mantendo as contas externas aproximadamente em equilíbrio.

Assim, nas secções 5.1, 5.2, 5.3 e 5.4 são apresentadas propostas de medidas de política económica concretas para melhorar a sustentabilidade da dívida externa do país. São quantificadas estimativas dos efeitos dessas medidas de política económica sobre as variáveis macroeconómicas relevantes. Nas secções 5.1.7 e 5.1.8 são caracterizados de forma resumida alguns projetos de investimento em infraestruturas do Governo.

A secção 5.5 apresenta com um quadro síntese das propostas de políticas económicas dos autores do presente relatório que, ao procurar reduzir a taxa de crescimento da dívida externa e ao procurar aumentar a taxa de crescimento do PIB, visam colocar a dívida externa numa trajetória sustentável.

## **5.1. AUMENTO DO STOCK DE CAPITAL PÚBLICO**

O processo de consolidação orçamental resultou numa muito significativa redução do investimento público em Portugal após 2003 e, sobretudo, a partir de 2010-2012 (vide Figura 5.1, abaixo) na sequência do Pacto Orçamental de 2013 e regras orçamentais complementares.<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Na sequência do Pacto Orçamental e regras orçamentais complementares, o país passa a estar obrigado a definir uma estratégia de política orçamental que essencialmente visa a obtenção de excedentes orçamentais recorrentes.

Figura 5.1 - Evolução do investimento público em Portugal (em % do PIB)<sup>60</sup>

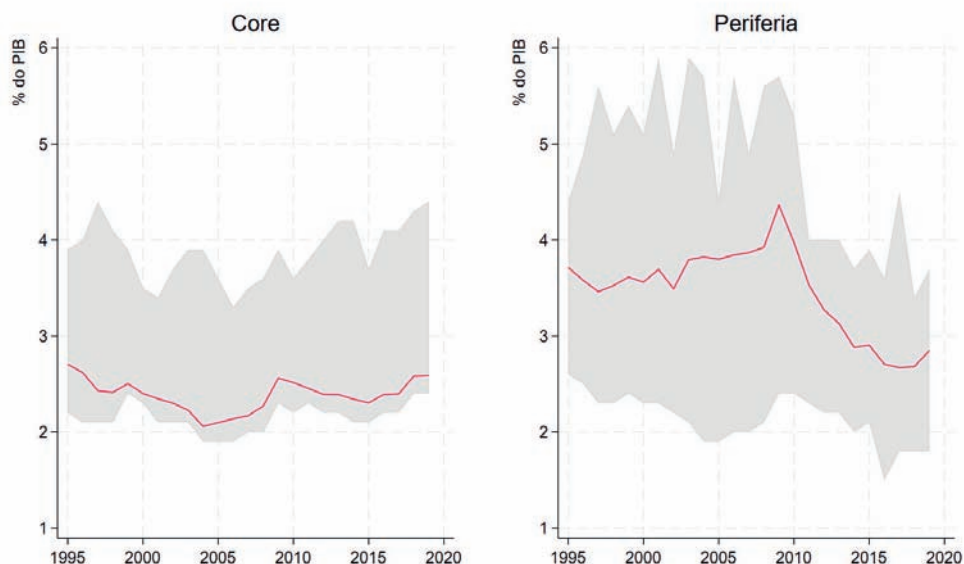


Fonte: AMECO

De facto, em Portugal, entre o final dos anos 1990 e 2019, o investimento público em percentagem do PIB apresenta uma tendência decrescente, situação que se agravou a partir de 2010-2012, com o investimento a cair abaixo de 2% do PIB entre 2016 e 2019 (vide Figura 5.1). Note-se ainda que no contexto da União Europeia, a redução do investimento público não foi exclusiva a Portugal. É de salientar, porém, que a redução do investimento público nos estados-membros periféricos da área do euro foi significativamente superior à verificada nos estados-membros do centro da área do euro (vide Figura 5.2).

<sup>60</sup> Replica a Figura 3.6.

Figura 5.2 - Evolução do investimento público nos estados-membros do centro e da periferia da área do euro (em % do PIB)



Fonte: AMECO

Por outro lado, alguns estados-membros da União Europeia com um menor peso da despesa pública em percentagem do PIB apresentaram na última década níveis mais elevados de investimento público do que Portugal. Por exemplo, entre 2010 e 2019, o investimento público bruto anual médio da Estónia, Letónia e Lituânia representou 5,3% do PIB, 4,9% do PIB e 3,7% do PIB, respetivamente.

### 5.1.1. OBJETIVOS PARA O STOCK DE CAPITAL PÚBLICO DO PAÍS

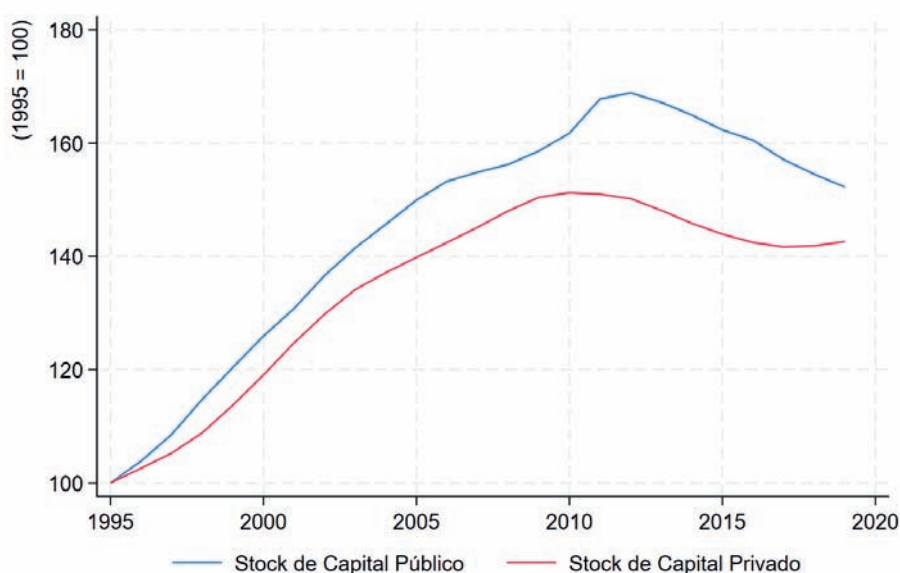
A Figura 5.3 mostra que o stock de capital público em Portugal cresceu 68% entre 1995 a 2012, a preços constantes, de acordo com estimativas do FMI. Entre 2012 e 2019, em resultado da política de consolidação orçamental, a redução do investimento público anual foi de tal ordem – quedando-se em 2% do PIB, em média, nesse período – que ficou abaixo do montante necessário para substituir a depreciação do stock de capital público<sup>61</sup> existente – estimada em média em 3,3% do stock de capital público existente por ano nesse período

<sup>61</sup> O stock de capital público acumulado através de investimento público realizado no passado vai-se tornando progressivamente obsoleto, depreciando-se. Para assegurar que o stock de capital público líquido não diminua é necessário que o investimento público bruto em cada ano seja pelo menos igual à depreciação do stock de capital público existente.

(Feenstra, Inklaar e Timmer, 2015) –, resultando numa evolução negativa do stock de capital público: em 2019, o stock de capital público (a preços constantes) era similar ao atingido em 2006.

O stock de capital privado a preços constantes é estimado em cerca de 3,2 a 3,5 vezes o stock de capital público durante o período de 1995 a 2019 apresentando, contudo, uma tendência de crescimento acumulado menos favorável que o stock de capital público. Entre 1995 e 2019, o crescimento acumulado do stock de capital privado a preços constantes foi de cerca de 43%, tendo o pico (crescimento acumulado de 50%) sido atingido em 2012.

Figura 5.3 - Evolução do stock de capital público e privado<sup>62</sup> em Portugal (preços constantes de 2017, 1995=100)



Fonte: FMI

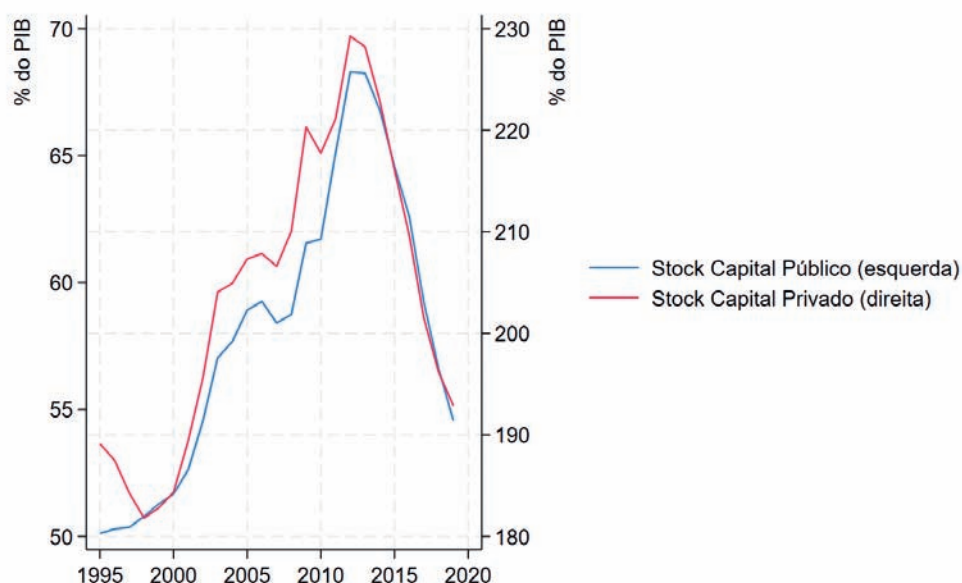
<sup>62</sup> Por simplificação, e para efeitos de comparabilidade internacional, excluem-se as parcerias público-privadas do stock de capital público e do stock de capital privado. O stock de capital das parcerias público-privadas cresce de 0% do PIB em 1995, para 9,1% do PIB em 2014, diminuindo para 6,7% do PIB em 2019, refletindo o maior peso destas no stock de capital do país numa parte deste período, e a menor utilização relativa deste instrumento de financiamento de projetos de investimento desde 2014. Como sugerem estes dados, a realização de obras públicas com recurso a parcerias público-privadas é uma prática relativamente recente, tendo-se iniciado com a construção da Ponte Vasco da Gama em Lisboa (DN, 2011). Entre outras razões, a opção pela realização de investimentos em infraestruturas com recurso a parcerias público-privadas a partir do final dos anos 1990 explica-se como forma de desorçamentação da despesa pública, de forma que o Governo pudesse procurar manter o défice orçamental abaixo dos 3% do PIB, respeitando as regras orçamentais europeias.

De facto, esse tipo de investimento em infraestruturas, nomeadamente, se parcialmente financiado com recurso a, na sua essência, "taxas" pagas pelos utilizadores dessas infraestruturas, traduz-se numa dilatação ao longo de décadas da despesa pública necessária para financiar esse investimento, com um menor impacto anual inicial no défice orçamental, não obstante custos globais mais elevados para o erário público e para os utilizadores.

A evolução do stock de capital público em percentagem do PIB (vide Figura 5.4) é mais adversa, com o peso do stock de capital público a crescer de cerca de 50% do PIB em 1995 para ligeiramente menos de 55% do PIB em 2019, evolução que é em larga medida explicada pelo crescimento acumulado real do PIB de 40% entre 1995 e 2019, com o stock de capital público a cair de um pico de 68% do PIB em 2012 para ligeiramente menos de 55% do PIB em 2019 (o PIB real cresce 13,4% entre 2012 e 2019).

O peso relativo do stock de capital privado apresenta uma evolução similar, mas mais adversa, crescendo de 189% do PIB em 1995 para 192% do PIB em 2019, após ter atingido um pico de 229% do PIB em 2012.

Figura 5.4 - Evolução do stock de capital público e privado em Portugal (em % do PIB)



Fonte: FMI

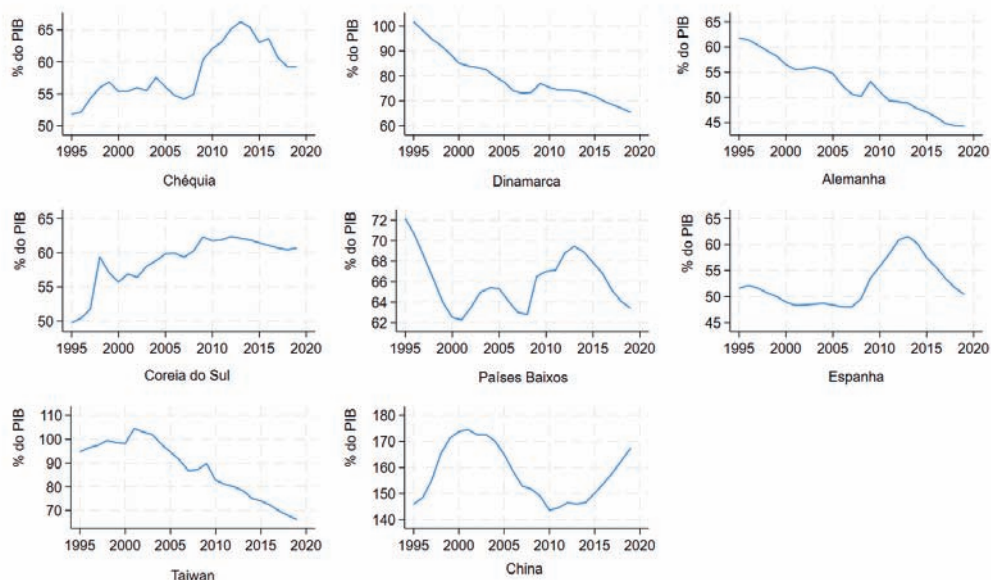
Diversa literatura destaca a existência de uma relação positiva entre o stock de capital público e a taxa de crescimento económico, nomeadamente ao contribuir para o crescimento da produtividade aparente do fator trabalho (Gupta et al., 2014; Romp e Haan, 2007).

Assim, de forma a promover o crescimento da produtividade da atividade económica – tanto aquela exclusivamente direcionada para a procura interna como para a oferta doméstica de bens e serviços transacionáveis visando uma melhoria da competitividade internacional do país – é necessário assegurar uma trajetória de aumento gradual do stock de capital público do país que contribua

para o crescimento da capacidade produtiva do país e da produtividade aparente do fator trabalho, definindo objetivos concretos para a trajetória do stock de capital público do país, a preços constantes e em percentagem do PIB.

Para o efeito, analisa-se a evolução recente do stock de capital público de outras economias que podem servir como referência para a definição de objetivos para essa variável.

Figura 5.5 - Evolução do stock de capital público de alguns países desenvolvidos (em % do PIB)

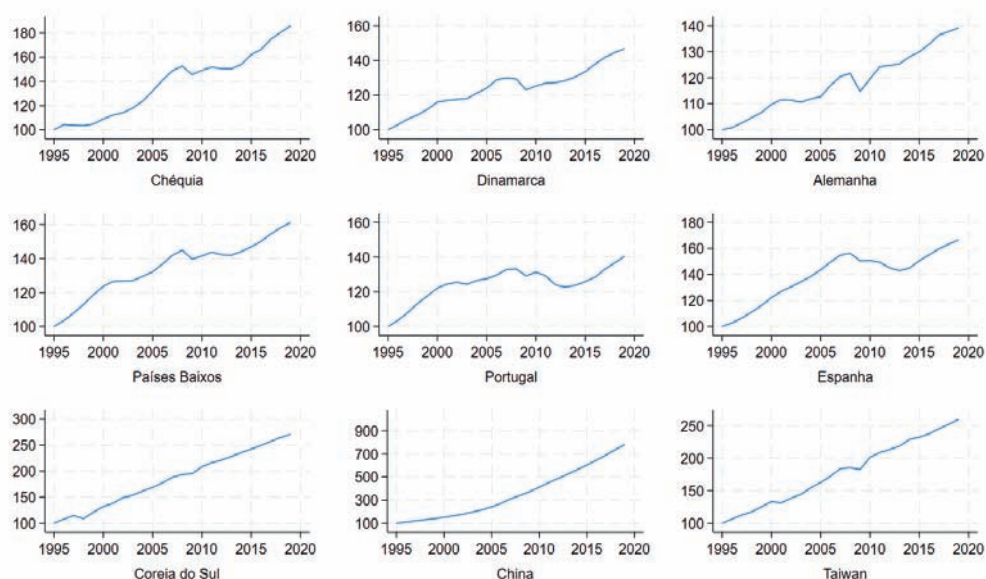


Fonte: FMI

Os países da amostra selecionada registaram evoluções distintas do peso do stock de capital público, mas de salientar que todos esses países registaram um crescimento económico acumulado mais significativo do que Portugal, que registou o segundo pior desempenho económico desta amostra.



Figura 5.6 - Evolução do PIB real de alguns países desenvolvidos (1995=100)



Fonte: Banco Mundial

Por exemplo, a China registou uma taxa de crescimento do PIB real de 8,6% por ano, em média, entre 1995 e 2019 (Portugal: 1,4%, em média) – o PIB real da China em 2019 é 7,2 vezes o seu PIB em 1995.

Não obstante tal taxa de crescimento do PIB real (e do PIB nominal), o stock de capital público da China aumentou de 146% para 167% do PIB nesse período, o que significa que o stock de capital público cresceu, em média, 9,2% por ano, em termos reais, nesse período, isto é, o stock de capital público a preços constantes da China em 2019 representava 8,3 vezes o de 1995, enquanto em Portugal o stock de capital público em 2019 era 1,68 vezes o stock capital público em 1995, como referido acima.

O stock de capital público em 2019 representava 72% do PIB, na média da amostra, 50% do PIB em Espanha, 44% do PIB na Alemanha, 59% do PIB na República Checa, 65% do PIB na Dinamarca e 167% do PIB na China. Excluindo a China da amostra, o stock de capital público em 2019 representava, em média, 58,5% do PIB, ou seja, 3,8 pontos percentuais acima do seu peso em Portugal.

Os decréscimos mais acentuados nesta variável no período entre 1995 e 2019 verificaram-se na Alemanha, Taiwan e Dinamarca, com uma perda cumulativa de 17 pontos percentuais, 28 pontos percentuais e 36 pontos percentuais do PIB, respetivamente. Em contraste, os incrementos mais acentuados no stock

Quadro 5.1 - Possível trajetória de aumento do stock de capital público do país

	2022	2029	2034
Stock de capital público a preços constantes (base 2016, milhares de milhões de euros)	115	152	195
PIB real (base 2016, milhares de milhões de euros)	210,4	244,0	289,8
Depreciação do stock de capital (base 2016, milhares de milhões de euros)	3,8	5,0	6,4
Investimento público (base 2016, milhares de milhões de euros)	5,5	12,0	14,5
Investimento público (em % do PIB)	2,6	5,0	5,0
Stock de capital público (em % do PIB)	54,7	62,3	67,3

Fonte: FMI, INE e cálculos dos autores

de capital público ocorreram na China, Coreia do Sul e República Checa – um acréscimo de 22 pontos percentuais, 11 pontos percentuais e 7 pontos percentuais do PIB, respetivamente.

Como os dados acima revelam, o stock de capital público de Portugal em 2019 em percentagem do PIB compara favoravelmente com Espanha e Alemanha, dois dos principais parceiros comerciais do país. Não obstante, considerando os exemplos de outros países da amostra que apresentam um muito bom desempenho económico nas últimas décadas – China, República Checa, Dinamarca, Países Baixos – *propõe-se como medida de política económica, um aumento do peso do stock de capital público em cerca de 12,5 pontos percentuais para cerca de 67% do PIB até 2034* (vide Quadro 5.1).

No Quadro 5.1 é assumido um crescimento real do PIB médio de 3% por ano até 2029 e de 3,5% por ano entre 2030 e 2034. É ainda assumida uma taxa de depreciação do stock de capital público de cerca de 3,3% por ano (Feenstra et al. 2015). Por exemplo, entre 2022 e 2029 o objetivo seria aumentar o stock de capital público líquido em cerca de 37 mil milhões de euros, a preços constantes, para cerca de 62% do PIB no final desse período, o que implicaria um aumento do investimento público bruto de cerca de 2,6% do PIB em 2022

para um nível de cerca de 5% do PIB entre 2025 e 2029. Assumindo um multiplicador da despesa pública de investimento de 0,6, estima-se um efeito favorável na taxa de crescimento do PIB real de +1,0 p.p. por ano.

Com base nesse plano para o stock de capital público e para o investimento público bruto do país, é necessário identificar e implementar investimentos públicos estruturantes (vide Secções 5.1.4 a 5.1.6) que, como referido acima, contribuam para o crescimento da capacidade produtiva e da produtividade do país.

O aumento do investimento público e do stock de capital público teriam efeitos significativos na economia, não apenas no curto prazo, ao promover expansões da procura agregada que induzem e estimulam aumentos da capacidade produtiva e da oferta do sector privado (Abiad et al., 2016; Ferreira, 2022), como também no longo prazo pelo seu impacto na taxa de crescimento da produtividade.

De facto, entre outros, Botta et al. (2018) argumentam que a austeridade orçamental nos estados-membros da periferia da área do euro (incluindo Portugal) e a redução do investimento público, em particular, pode ter contribuído para uma degradação do gap tecnológico face aos estados-membros do centro da área do euro.

### **5.1.2. CRITÉRIOS PARA A IDENTIFICAÇÃO E SELEÇÃO DE INVESTIMENTO PÚBLICO ESTRUTURANTE**

A definição aqui adotada de projetos de investimento público estruturantes são projetos que:

1. Implicam um volume de investimento público igual ou superior a 2,5 mil milhões euros a preços de 2022 em termos plurianuais, i.e., pelo menos 1% do PIB, no pressuposto que projetos dessa dimensão: (i) resultam em ganhos de economias de escala significativos; e (ii) pelo seu muito elevado volume financeiro, tendem a não ser realizados pelo sector privado;
2. Decorre do ponto anterior e dos objetivos quantitativos para o investimento público especificados acima que, em velocidade cruzeiro, seria necessário definir e dar início a dois ou três novos projetos de investimento público estruturante (plurianuais) por ano (de 1% do PIB cada), de forma a aumentar a prazo o investimento público de 2,6% do PIB em 2022 para 5% do PIB por ano;

3. Projetos com externalidades positivas para a atividade económica doméstica, nomeadamente, que contribuem para a redução dos custos de transportes, de custos de transação, de custos da habitação, do aumento do rendimento disponível das famílias, da redução dos custos fixos das empresas e do sector privado, da redução de custos de contexto, a redução da propensão marginal a importar, o aumento da propensão marginal a exportar, a redução do défice do rendimento primário, etc.;
4. Projetos com externalidades positivas para o tecido empresarial português, nomeadamente para o sector dos serviços não transacionáveis internacionalmente que constitui uma componente importante da atividade económica doméstica, assim como para os sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente;
5. Projetos economicamente viáveis, de muito longo prazo, mas com taxas internas de rentabilidade muito baixas, entre 2,0% e 4,0% por ano,<sup>63</sup> i.e., projetos cuja análise de fluxos de caixa descontados (“discounted cash flows”) apresente valor atual líquido nulo (“break-even point”) com uma taxa de desconto nominal dos fluxos de caixa de cerca de 2,0% a 2,5% (podendo, no entanto, apresentarem taxas internas de retorno até cerca de 4,0%), no pressuposto que:
  - tais projetos não seriam rentáveis para o sector privado, que exige taxas internas de rentabilidade de 10%-15%;
  - a taxa de rentabilidade poderia ser ligeiramente inferior aos custos de financiamento da República (em 2022, a taxa de juro implícita média da dívida direta do Estado, estimada pelo IGCP, foi de 1,8%, salientando-se que a taxa de juro da dívida a 10 anos atingiu recentemente 3,65%) porque desses projetos de investimento público resultariam externalidades positivas para a economia que se traduziriam num impacto positivo na taxa de crescimento da receita fiscal devido à possibilidade de incremento do produto potencial e ao efeito multiplicador da despesa keynesiano;

---

<sup>63</sup> Numa perspetiva macroeconómica, a taxa de desconto indicativa dos fluxos de caixa (nominais) seria a taxa de crescimento (nominal) média da economia portuguesa no longo prazo, o que permitiria enquadrar somente projetos de investimento que apresentassem taxas internas de rentabilidade superiores à taxa de crescimento de longo prazo da economia portuguesa. Para efeitos de comparação, entre 2002 e 2022 a taxa de crescimento nominal média do PIB foi de 2,6%.

Em contraste, em relação aos projetos de investimento público estruturante propostos neste estudo, como referido, projetos de investimento de muito longo prazo, potenciadores de economias de escala e com externalidades positivas na economia portuguesa, sugere-se a adoção de uma taxa de desconto de 2,0% a 2,5%, ligeiramente inferior à taxa de crescimento nominal média da economia portuguesa nos últimos 20 anos. Contudo, a taxa de desconto a adotar nos projetos de investimento público estruturante poderia ser definida em função, mas abaixo, dos custos de financiamento de títulos de dívida pública a 10 anos no mercado secundário.

- a adoção de uma taxa de desconto muito baixa favorece projetos de investimento público com impactos favoráveis na atividade económica durante períodos muito alargados de tempo (várias décadas), porque valoriza fluxos de caixa no futuro distante;<sup>64</sup>

6. Projetos para os quais existe capacidade produtiva relevante em Portugal, de forma que exista a expectativa razoável que o impacto no aumento das importações do país não seja excessivo. Em particular, um dos critérios de seleção deve ser a escolha de projetos cuja componente de despesa com importações diretas represente menos de 20%-30% do volume global do investimento público. Deste critério resultam várias consequências:

- Primeiro, não devem ser considerados como estruturantes projetos de investimento público que resultem numa degradação demasiado significativa das contas externas ou da posição de investimento internacional líquida do país;
- Segundo, a intensidade e complexidade tecnológica destes projetos de investimento público estruturantes deve aumentar gradualmente de forma a melhor se adequar à capacidade (e à oferta) produtiva do tecido empresarial do país;
- O volume de investimento público estruturante do país deve ser estável ao longo de vários ciclos económicos de forma a estimular o investimento privado em infraestrutura de capital e em capital humano;

7. Preferencialmente, mas não necessariamente, projetos de investimento público com impacto favorável na balança comercial, noutras componentes da balança corrente e de capital, na balança financeira, ou na posição de investimento internacional líquida do país.

Uma consequência da abordagem definida acima é que esta não é compatível com projetos de investimento público em regime de parceria público-privada, porque estes projetos exigem taxas internas de rentabilidade muito mais elevadas e muito superiores ao custo de financiamento da República. Assim, o investimento em infraestruturas em regime de parcerias-público-privadas pode transformar tais projetos de investimento público – que, como se referiu,

---

<sup>64</sup> Por exemplo, um fluxo de caixa de 1 milhão de euros recebido ao fim de 40 anos tem um valor atual presente de +372,4 mil euros com uma taxa de desconto de 2,5% e de +12,2 mil euros com uma taxa de desconto de 10%. Assim, a adoção de taxas de desconto baixas na apreciação de projetos de investimento público estruturante resultaria na valorização relativa de projetos de investimento público com impactos económicos (e financeiros) favoráveis no muito longo prazo.

são projetos de investimento com taxas de rentabilidade muito baixas e horizontes temporais medidos em décadas – em projetos com taxas internas de rentabilidade negativas para o sector público e, por conseguinte, sem interesse público porque com um impacto macroeconómico potencialmente adverso para o desenvolvimento do país.

*Assim, propõe-se que esses projetos de investimento público estruturante sejam financiados diretamente do Orçamento do Estado, podendo implicar alterações ao enquadramento orçamental vigente, devido ao seu carácter plurianual.*

Possíveis exemplos de projetos de investimento público estruturante incluem: a construção de infraestruturas de transporte privado e público, portos, aeroportos, habitação, infraestruturas de telecomunicações e de energia, mas também, são concebíveis projetos mais ambiciosos como, por exemplo e à imagem de países como a China, a Arábia Saudita e o Dubai, a construção de novas cidades do futuro, interligadas a centros populacionais do presente, que permitam responder a carências e/ou deficiências desses aglomerados populacionais que não poderiam ser resolvidos por abordagens incrementais. Em suma, projetos de investimento público estruturantes devem ser projetos potenciadores da competitividade da economia portuguesa em termos internacionais.

Outros exemplos de investimentos públicos estruturantes seriam novos projetos de investimento público em educação, em investigação e desenvolvimento (I&D) ou em tecnologias específicas como por exemplo Inteligência Artificial, na expectativa que a educação e a investigação e desenvolvimento venham contribuir para o crescimento da produtividade e a capacidade de inovação do país no muito longo prazo (Hidalgo e Hausmann, 2009). Em particular, um projeto de investimento público estruturante na Área de Inteligência Artificial realizado em parceria com outros estados-membros da Área do Euro e com empresas privadas nacionais poderia cumprir em parte os critérios identificados acima, nomeadamente em termos de volume de investimento (mais de 2,5 mil milhões de euros) e de taxa interna de rentabilidade (de, pelo menos, 2,0%), embora fosse expectável um impacto adverso na balança corrente e de capital.

#### **5.1.2.1. EFEITOS DO INVESTIMENTO PÚBLICO ESTRUTURANTE NA SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA EXTERNA**

A implementação de investimentos públicos estruturantes, ao possibilitar uma maior e mais eficiente produção interna de bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis, pode contribuir para uma maior sustentabilidade da dívida externa através de quatro canais relevantes:

1. Contribui para ganhos de economias de escala o que, tornando os bens e serviços transacionáveis nacionais mais competitivos, deverá contribuir para uma mais elevada propensão marginal a exportar, i.e., maior elasticidade das exportações face a uma dada variação positiva do PIB do resto do mundo;
2. Contribui para a melhoria da competitividade da produção nacional que se traduz em alguma substituição de importações de bens e serviços por produção nacional, contribuindo dessa forma para uma menor propensão marginal a importar, i.e., menor elasticidade das importações face a uma dada variação positiva da procura interna (e do PIB);
3. Permite um mais elevado nível de atividade económica (procura e oferta de bens e serviços) para um dado nível de importações;
4. Pode resultar numa redução de custos quer para famílias quer para empresas, promovendo o aumento do rendimento disponível e para a melhoria dos resultados financeiros, respetivamente, o que pode resultar em efeitos de segunda ordem favoráveis para a atividade económica nacional.

Tanto 1. como 2. contribuem para uma ligeira melhoria do multiplicador orçamental da despesa pública – i.e., da eficácia da política orçamental nacional – e da despesa privada. Pereira e Pereira (2016) argumentam que os investimentos em infraestruturas que afetam sectores produtores de bens transacionáveis podem ajudar a uma estratégia de desenvolvimento orientada para as exportações, contribuindo para uma maior sustentabilidade das contas externas.

Os projetos de investimento que se apresentam nas secções 5.1.4 a 5.1.6 são possíveis candidatos a projetos de investimento público estruturante, que exigiriam análises económico-financeiras e técnicas mais detalhadas e fundamentadas, análises essas que extravasam o âmbito e os objetivos deste estudo. Não obstante, opta-se por caracterizar sucintamente possíveis propostas de projetos de investimento para ilustrar o género de projetos de investimento público estruturante que se visa sejam identificados e desenvolvidos.

### **5.1.3. PLANEAMENTO DE INVESTIMENTO PÚBLICO ESTRUTURANTE**

Os casos de desenvolvimento económico que conduziram a prazo a uma melhoria significativa do PIB (e do PIB per capita), da balança externa e da



redução da dívida externa (e.g., Collins e Park, 1989; Weber, 2021) analisados neste estudo apontam para a necessidade de planeamento estratégico ao longo de décadas (vide Secção 4). *Dada a elevada dimensão e complexidade destes projetos de investimento público estruturante, e a necessidade de os enquadrar com objetivos macroeconómicos, nomeadamente de equilíbrio externo, sugere-se a criação de raiz de instituições governamentais exclusivamente dedicadas a este propósito.*

Por exemplo, uma possível abordagem seria criar uma Direção Geral do Investimento Público dentro da Secretaria de Estado das Infraestruturas do Ministério das Infraestruturas, com competências e com os recursos necessários para a definição, administração e acompanhamento destes projetos de investimento público estruturantes, em complementaridade com os ministérios e secretarias de Estado das respetivas áreas dos projetos, bem como com o Ministério da Economia e com o Ministério das Finanças. Uma possibilidade a considerar seria realizar esses projetos de investimento público estruturante através da (expansão) da empresa Infraestruturas de Portugal.

O planeamento de projetos de investimento público estruturantes exigiria algum cuidado na abordagem, sugerindo-se a seguinte estratégia:

1. Dada a dificuldade em articular calendários nacionais plurianuais com calendários da União Europeia igualmente plurianuais, nomeadamente aqueles relacionados com prazos de execução de Programas Quadro e de programas específicos como o Plano de Recuperação e Resiliência, propõe-se que os projetos de investimento sejam exclusivamente financiados através do Orçamento do Estado, sem recurso a qualquer financiamento da União Europeia, e que seja negociada com as autoridades europeias (DG-ECFIN da Comissão Europeia e Eurogrupo) cláusulas de salvaguarda que excluam estes projetos plurianuais do âmbito das regras orçamentais europeias;
2. Não existem empresas domésticas com capacidade para executar projetos de investimento em infraestruturas desta ordem de grandeza, pelo que esses projetos deveriam ser estruturados em subcomponentes de forma a estimular ganhos de economias de escala e o desenvolvimento permanente de capacidade produtiva, de conhecimento e de competências do sector privado português, em condições de concorrência. Em particular, o âmbito e o horizonte temporal dos vários projetos de investimento público estruturante deveria ser tal – e.g., vários projetos de investimentos público programados ao longo de décadas – que induzisse alterações estruturais da oferta das empresas portuguesas nesses sectores,



por exemplo, com a contratação permanente de recursos humanos qualificados e o investimento privado em capacidade produtiva, evitando ciclos de expansão e de contração (do inglês, “boom-bust”) nesse tecido empresarial do sector privado que se pretende estimular e desenvolver com estes projetos de investimento público;

3. O desenho dos projetos deveria beber inspiração e conhecimento às melhores práticas internacionais recentes, nomeadamente as observadas no presente ou no passado recente em países em desenvolvimento, entre outras. Para o efeito, poderia ser encorajada a participação minoritária de empresas inovadoras de outros países com experiência e conhecimento técnico, com o objetivo de promover a transferência de conhecimento e de melhores práticas para o tecido empresarial português.

#### **5.1.4. NOVO AEROPORTO NA GRANDE LISBOA<sup>65</sup>**

Como referido acima, do ponto de vista de desenvolvimento económico do país, são necessários investimentos estruturantes, de grande escala, isto é, de vários milhares de milhões de euros, que mobilizem elevado stock de capital, com recurso a nova tecnologia e que resultem em elevado volume de emprego qualificado e produtivo. Esse investimento em grande escala é necessário para promover o crescimento económico do país bem como o crescimento da produtividade. Desde há décadas que o país não tem realizado nem promove esse tipo de investimento.

Ora, é difícil identificar projetos de vários milhares de milhões de euros que sejam economicamente eficientes, viáveis e de preferência rentáveis. Grandes estruturas aeroportuárias parecem cumprir esses requisitos. De facto, embora alguns dos maiores projetos de infraestruturas aeroportuárias recentes tenham sido financiados pelos respetivos governos (vide Quadro 5.2), estes parecem ser projetos economicamente viáveis quando resultam em volumes de tráfego de passageiros e de carga elevados.

---

<sup>65</sup> Esta subsecção baseia-se em parte em Cabral (2022). Nota: Já após a elaboração do presente relatório, o XXIV Governo deliberou, em reunião do [Conselho de Ministros de 14 de maio de 2024](#), “Aprovar o desenvolvimento de um novo aeroporto internacional de Lisboa, com a designação de Aeroporto Luís de Camões, localizado no Campo de Tiro de Alcochete, de forma a substituir, de forma integral, o Aeroporto Humberto Delgado (AHD)”.

Quadro 5.2 - Grandes infraestruturas aeroportuárias recentes<sup>66</sup>

	<b>Data de inauguração</b>	<b>Volume global de investimento</b> (milhares de milhões de euros)	<b>Capacidade</b> (milhões de passageiros por ano)	<b>Financiamento do investimento</b>
Aeroporto internacional Willy Brandt (Berlim, Alemanha)	2020	6,5 (Terminal 1)	27 (Terminal 1) + 5 (Terminal 2) + 12 (Terminal 5, pré-existente)	Governo da Alemanha e dos estados federais de Berlim e de Brandemburgo
Aeroporto internacional de Pequim-Daxing (China)	2019	11,9	72 (fase inicial)	Governo da China
Aeroporto internacional de Istambul (Turquia)	2018	7 (fase I)	90 (fase I) 200 (fase IV, 2028)	Parceria público privada entre Governo da Turquia e consórcio privado que constrói e opera o aeroporto em regime de concessão por 25 anos, pagando 22,2 mil milhões de euros durante esse período

Fontes: Wikipedia, Bing, Berlin Brandenburg Flughafen, Airport Technology, cnbc.com, Financial Times, Bas, Paköz e Eren (2018).

<sup>66</sup> Estimativas excluem custos com infraestruturas de transportes para conexão ao novo aeroporto.

A esse respeito, um estudo da Confederação do Turismo de Portugal (CTP) e da EY (2023) estima que o atraso na construção de uma nova infraestrutura aeroportuária na grande Lisboa representará uma perda acumulada potencial na criação de riqueza de 6,8 mil milhões de euros, com impactos negativos também na criação de emprego e no valor das exportações.

Segundo, afigura-se que qualquer solução aeroportuária passa pelo encerramento do aeroporto Humberto Delgado na Portela, o que inviabiliza qualquer solução baseada em dois aeroportos, porquanto o aeroporto Humberto Delgado:

1. Não foi desenhado de raiz para o fim que é utilizado no presente, estando obsoleto e sendo uma infraestrutura rentável será uma infraestrutura economicamente menos eficiente que um novo aeroporto construído de raiz com recurso às tecnologias mais modernas;
2. Deve ser encerrado, porque uma solução aeroportuária para a Grande Lisboa baseada em dois aeroportos, por razões de economias de escala, tenderá a ser uma solução economicamente menos eficiente do que uma solução aeroportuária baseada num único aeroporto, como se constata da análise das soluções adotadas por outros países. Em particular, os casos de Berlim e de Munique são paradigmáticos, porque resultaram no encerramento dos antigos aeroportos localizados próximos dos centros das respetivas cidades;
3. Limita e condiciona o planeamento e o desenvolvimento da cidade de Lisboa. O encerramento do aeroporto de Lisboa permitiria o aumento da construção em altura na cidade de Lisboa;
4. Não oferece as condições de segurança desejáveis para o principal aeroporto do país;
5. Resulta em níveis excessivos de poluição sonora e ambiental sobre a Grande Lisboa;
6. Várias companhias aéreas, entre as quais a TAP e a easyJet, já indicaram que não pretendem transferir parte da sua operação desse aeroporto para o segundo aeroporto proposto pela ANA para o Montijo.

Terceiro, a localização do país, junto a esta enorme massa de água que é o Oceano Atlântico, traz-lhe vantagens relativas para voos para África, América do Sul e, em menor grau, em voos para a América do Norte.

De facto, vários artigos académicos estabelecem que, para voos de longo curso, voos com uma paragem intermédia (“Intermediate Stop Operations”) resultam em poupanças de combustível entre 15% e 29% (Creemers e Slingerland, 2007; Green, 2002; Hahn, 2007; Kenway et al., 2010; Hartjes e

Bos, 2015), uma vez que em voos de muito longo curso parte do combustível é necessário para transportar o restante combustível.

Assim, um aeroporto eficiente e com preços competitivos, desenhado como plataforma de conexão entre voos de curso intermédio e de longo-curso (do inglês, "hub"), localizado próximo da Grande Lisboa, geraria vantagens significativas para voos de longo curso para as companhias nele sediadas, sendo recomendável assegurar a existência de pelo menos uma companhia aérea com a operação baseada nesse hub.

Por último, Portugal é um país com défices crónicos da balança de bens e serviços com impacto adverso na balança de pagamentos do país. Desde 1776, de acordo com as estatísticas disponíveis (Valério, 2001; INE, 2023) o país terá registado talvez 17 anos com excedentes na balança comercial, dez dos quais ocorreram entre 2013 e 2023. A companhia de bandeira portuguesa, a TAP, é um dos maiores exportadores nacionais, senão o maior, contribuindo para o desempenho de uma das maiores indústrias exportadoras do país (o turismo). Esse papel da TAP é importante para o equilíbrio macroeconómico do país, pelo que poderá ser considerada uma empresa estratégica para o país. A TAP necessita de um hub eficiente, competitivo e com baixos custos, que lhe permita beneficiar da localização do país para assim obter vantagens competitivas, nomeadamente, menores custos com combustíveis nos voos de longo curso para África, para a América Latina e para a América do Norte.

*Todas estas considerações justificam: um projeto de investimento público estruturante na construção de um novo grande aeroporto de raiz na área da Grande Lisboa e; o encerramento, a prazo, do aeroporto Humberto Delgado.*

Por último, salientar que os aeroportos em Portugal estão cedidos em regime de concessão até 2062 ao grupo VINCI (VINCI Airports) que controla a operadora ANA. Assim, a construção de um novo aeroporto na área da Grande Lisboa implica negociações com o concedente, o que, dependendo das condições contratuais da concessão, terá provavelmente impacto na rentabilidade do projeto de construção do novo aeroporto e logo na sua viabilidade económico-financeira, detalhe que não é averiguado neste estudo que considera apenas que uma nova infraestrutura aeroportuária na Grande Lisboa parece cumprir os requisitos acima caracterizados para projetos de investimento público estruturantes, realçando-se, como anteriormente referido, que parece ser mais eficiente financiar o projeto de construção do novo aeroporto recorrendo a fundos provenientes do Orçamento do Estado do que através de financiamento obtido por uma empresa privada, com base em receitas derivadas dos utilizadores presentes e futuros das infraestruturas aeroportuárias de Portugal.

### 5.1.5. TRANSVASE DE ÁGUA E COMBATE À DESERTIFICAÇÃO DO PAÍS

A distribuição de água não é uniforme nas diversas áreas geográficas do país. Por essa razão, algumas regiões apresentam excesso de água e outras apresentam escassez de água devido a diversos fatores como as alterações climáticas, diferentes níveis de exploração dos recursos hídricos, entre outros fatores.

Para os diversos países conseguirem gerir melhor as suas reservas de água, diferentes soluções têm sido adotadas:

1. A construção de barragens, com o propósito de aumentar a eficiência do armazenamento de água, constituindo exemplos recentes desta abordagem os casos da China e da Índia;
2. Centrais dessalinizadoras, constituindo exemplos desta abordagem os casos de Israel e da Arábia Saudita;
3. A construção de transvases de água permitindo a transferência deste recurso às regiões em que se registam as maiores carências, constituindo exemplos desta abordagem os casos da Líbia, da China e de Espanha (em menor grau).

O enfoque desta Secção é *a proposta de transvases de água e de centrais dessalinizadoras como forma de combater a desertificação do país*. Neste estudo não é feita uma proposta quantificada de investimento nesta área. Instituições como a Universidade do Algarve realiza alguma investigação sobre os impactos de centrais dessalinizadoras e já existe experiência em pequenas obras de transvases de água em diversas zonas do país.

Os transvases são importantes em termos económicos e de sustentabilidade ambiental por poderem contribuir para a biodiversidade da fauna e flora em zonas anteriormente desertificadas e por possibilitarem o fornecimento de água para irrigação florestal, abastecimento doméstico, produção de energia, desenvolvimento industrial, entre outras atividades (Shumilova, Tockner, Thieme, Koska e Zarfl, 2018).

Os transvases de água podem potenciar um conjunto de benefícios económicos e ambientais. Por um lado, pelo facto de exigirem um nível elevado de investimentos iniciais e de custos operacionais proporcionam um importante estímulo económico. Adicionalmente, a instalação de transvases de água possibilita um maior desenvolvimento económico de regiões com escassez de água. Por essa razão, um maior nível de reservas de água poderá

ter impactos positivos em sectores muito dependentes de água como a floresta – nomeadamente, como fator que poderá contribuir para uma menor incidência de grandes incêndios florestais na época estival –, a agricultura, indústria ou serviços, com impactos positivos na criação de empregos mas também receitas fiscais para um dado município.

No caso específico da agricultura, desde que evitando a utilização com culturas de exploração intensiva inadequadas para os respetivos solos, os transvases de água permitem a expansão das áreas irrigadas, o cultivo de culturas de maior valor económico e um aumento do rendimento das populações que vivem em regiões com escassez de água, fator importante para a fixação dessas populações nessas regiões.

Apesar dos transvases de água apresentarem um conjunto alargado de vantagens e impactos ambientais potencialmente positivos, a sua utilização está sujeita a um conjunto de riscos ambientais e económicos, que devem ser acautelados durante a fase de planeamento com medidas de mitigação desses riscos e de outros impactos adversos. Entre os riscos ambientais e económicos conhecidos incluem-se o aumento da salinização devido à redução dos caudais de água nas regiões de origem dos transvases (Zhuang, 2016), níveis elevados de perdas por evaporação devido a uma deficiente manutenção das infraestruturas (Davies et al., 1992) ou, por último, a alteração da composição das espécies e a deterioração de ecossistemas existentes nas zonas de origem dos transvases de água (Grant et al., 2012).

Quadro 5.3 - Grandes infraestruturas de transvase de água

<b>Infraestruturas</b>	<b>Data de inauguração</b>	<b>Volume global de investimento</b> (milhares de milhões de euros)	<b>Capacidade</b> (mil milhões de m <sup>3</sup> de água)	<b>Financiamento do investimento</b>
Projeto de desvio de água Sul-Norte da China	2014	62	44,8	Governo Chinês
Projeto de desvio de água do rio São Francisco, Brasil	2027	6-9		Governo Brasileiro
Transvase Tejo-Segura, Espanha	1979		1	Governo Espanhol
“Great Man-Made River”, Líbia	1991 (I) e 1996 (II)	23	2,4	Governo Líbio

Fontes: Reuters, wikipedia.

### **5.1.6. PROJETO DE INVESTIMENTO PÚBLICO ESTRUTURANTE EM HABITAÇÃO**

Para um segmento importante da população portuguesa o mercado de habitação – aluguer e aquisição para casa própria –, enfrenta uma crise em resultado da alta dos seus preços, particularmente em Lisboa e Porto, mas também em cidades como Braga ou o Funchal.

A habitação é um sector que, se afigura, preenche os critérios identificados acima (Secção 5.1.1) para investimento público estruturante, porquanto:

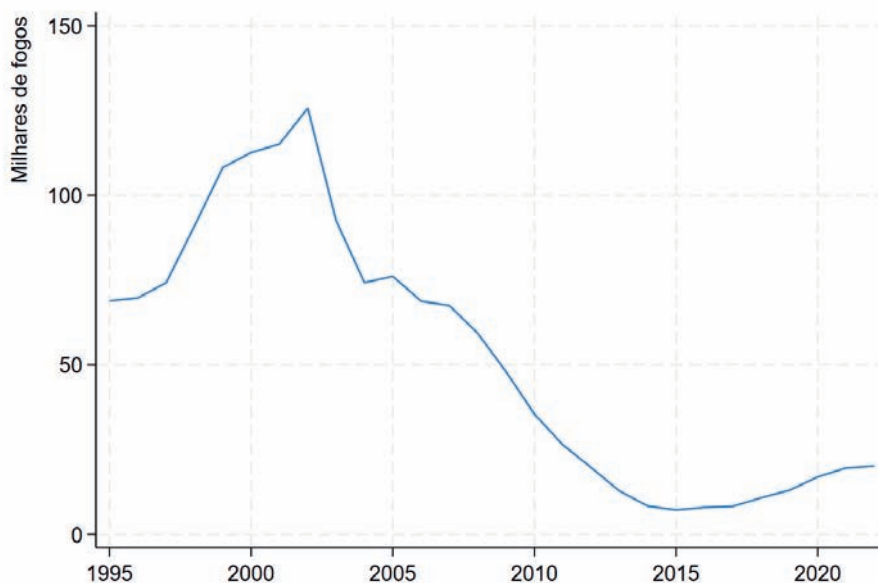
- Existe escassez de oferta, com número de novos fogos construídos a níveis historicamente baixos (vide Figura 5.7);
- A alta dos preços da habitação, muito acima da evolução noutras economias europeias (vide Figuras 5.8 e 5.9), reduz o rendimento disponível das famílias e a competitividade da economia portuguesa;
- Os elevados preços da habitação em Portugal podem ter impactos negativos (no longo prazo) na dívida externa de um país, ao afetar adversamente a competitividade externa das empresas por três canais de transmissão:
  - O aumento dos preços da habitação e das rendas em imóveis residenciais tende a ser acompanhado por aumentos das rendas de espaços comerciais. Por essa via, as empresas enfrentam um aumento relevante dos seus custos fixos;
  - A despesa com habitação própria ou arrendada é uma componente importante do custo de vida das famílias, contribuindo para aumentos dos salários, particularmente de trabalhadores especializados, o que poderá resultar num aumento dos custos variáveis das empresas;
  - O aumento dos preços da habitação e das rendas resulta numa redução do rendimento disponível das famílias e, em consequência, do seu consumo de bens e de serviços. Por conseguinte, terá um impacto negativo na procura das famílias dirigida à generalidade do tecido empresarial português – em particular, na procura dirigida ao sector dos serviços –, com impacto adverso na eficiência económica e rentabilidade do mesmo.
- Existe capacidade produtiva nacional no sector da construção e obras públicas, que pode ser estimulada através de investimento público

no sector, nomeadamente através do incentivo à adoção de processos produtivos mais modernos e economicamente mais eficientes, por exemplo, com a introdução de métricas para o preço e duração da construção, índices de qualidade, e índices de produtividade;

- O investimento público estruturante neste sector seria maioritariamente satisfeito por produção nacional. Por conseguinte, o impacto desfavorável na dívida externa, que existe (vide Lapavitsas et al., 2012) seria relativamente diminuto;
- Embora historicamente o sector público tenha tido um papel relativamente diminuto no sector, representando 2% do stock de habitação, a generalidade das economias da União Europeia é caracterizada pela existência de oferta pública (habitação social), que representa cerca de 9% do stock de habitação na UE a 15 (vide Figura 5.11);
- As necessidades de aumento da oferta são tais que seria necessário investimento público de ordem de grandeza significativamente superior a 1% do PIB.

#### **5.1.6.1. CARACTERIZAÇÃO DO ENQUADRAMENTO RECENTE DO MERCADO DE HABITAÇÃO EM PORTUGAL**

Figura 5.7 - Fogos concluídos em construções novas para habitação familiar (milhares)



Fonte: INE, Pordata



Em 1995, foram concluídos 69 mil fogos novos para habitação familiar. Nos anos seguintes, o número de novos fogos construídos continuou a sua tendência de evolução positiva, atingindo um pico de cerca de 125 mil no ano de 2002 (Barradas et al., 2018; Santos et al., 2014; Antão et al., 2009).

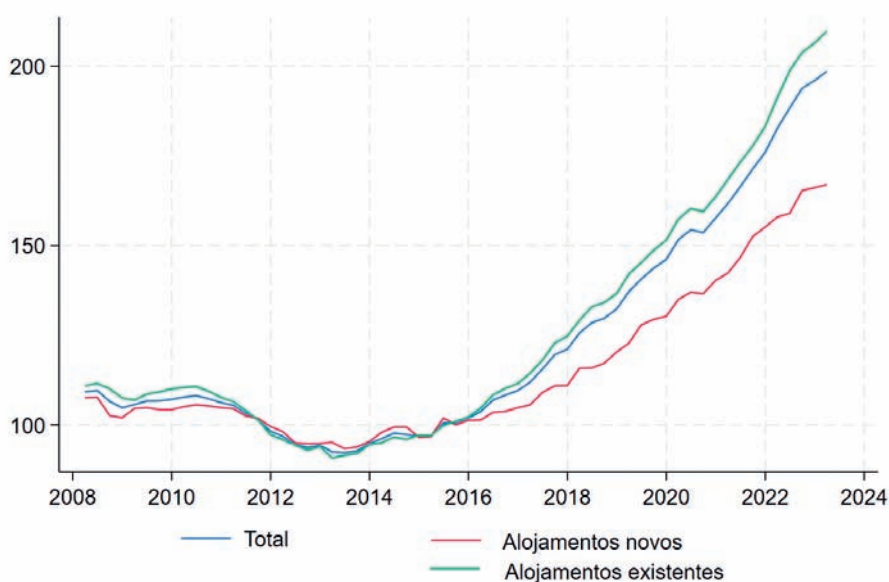
Em consequência, a proporção de habitação própria aumentou de 61% em 1991 para 73% em 2011 (Rodrigues et al., 2016).

A partir de 2011, a construção de nova habitação própria cai drasticamente para um mínimo de 7.148 novos fogos em 2015.

A partir de 2015, inicia-se uma retoma lenta. Não obstante, no ano de 2021 apenas foram concluídas 20.156 novas habitações, quando até 2008 se construíam mais de 50 mil novas habitações por ano.

Por outro lado, a partir de 2013, e mais intensamente no período pós-2016 dá-se uma significativa apreciação dos preços da habitação em Portugal, com os preços da habitação existente a crescer mais de 100% entre 2013 e 2023 (vide Figura 5.8).

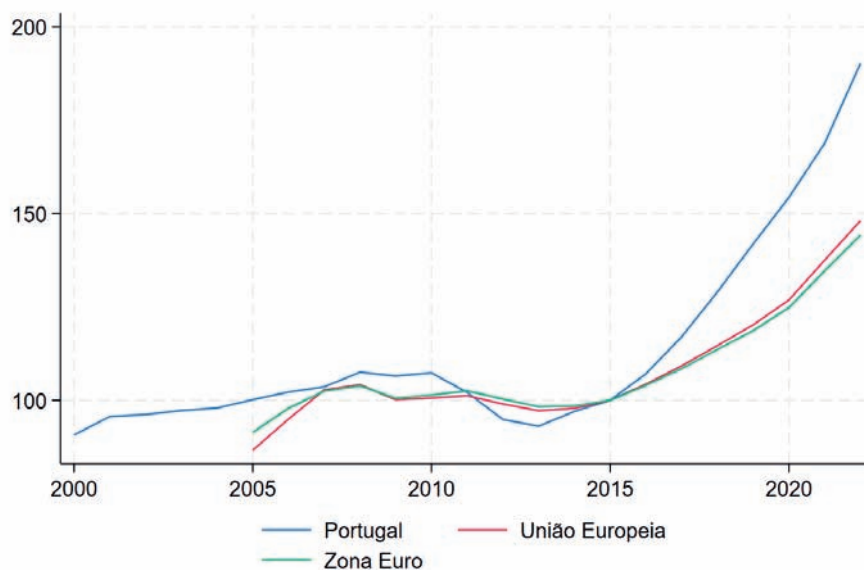
Figura 5.8 - Índice de preços da habitação em Portugal (2015=100)



Fonte: Banco de Portugal

A apreciação dos preços da habitação não foi um fenómeno português, tendo ocorrido também à escala europeia (vide Figura 5.9).

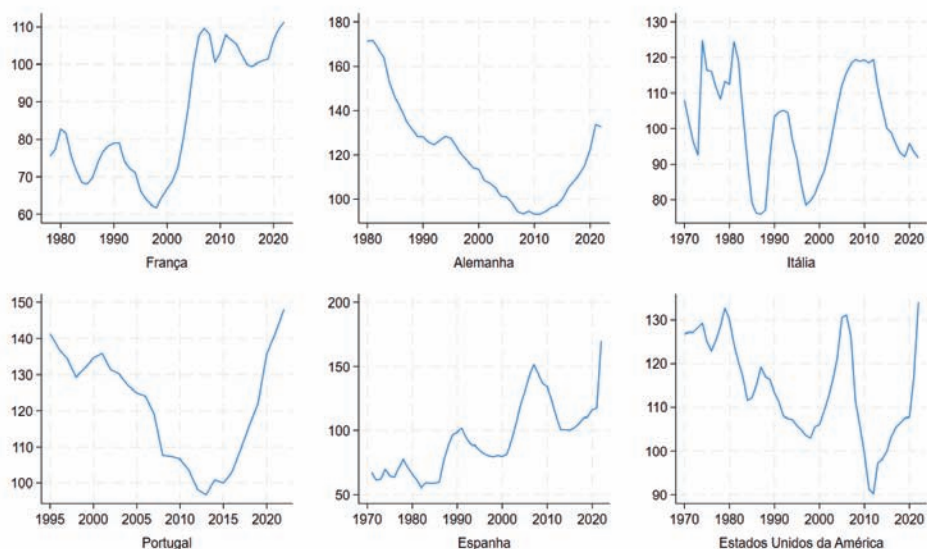
Figura 5.9 - Índice de preços da habitação na União Europeia (2015= 100)



Fonte: Eurostat

Contudo, o caso português destaca-se pelo crescimento do rácio do índice de preços da habitação sobre o rendimento disponível das famílias (vide Figura 5.10).

Figura 5.10 – Evolução do rácio do índice de preços da habitação própria sobre o rendimento disponível das famílias (2015=100)



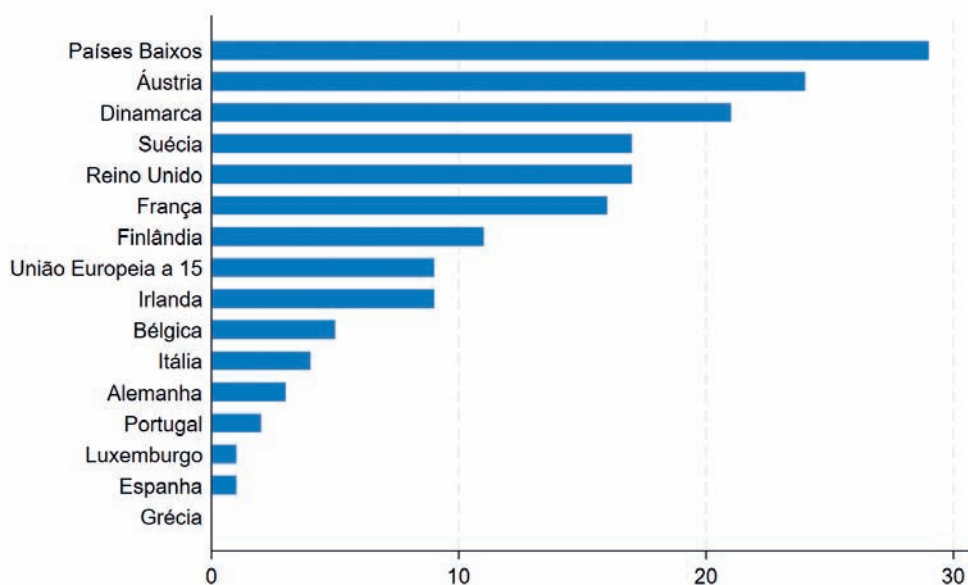
Fonte: OCDE

### 5.1.6.2. CARACTERIZAÇÃO DO PAPEL DO SECTOR PÚBLICO NO MERCADO DE HABITAÇÃO EM PORTUGAL E NA UE

O papel do sector público na habitação tanto em Portugal como na União Europeia tem vindo a diminuir (Kettunen e Ruonavaara, 2021; Clapham, 2019). De acordo com dados da organização Housing Europe (2021), em 2019 existiam em Portugal 130 mil habitações sociais, 2% dos cerca de 6 milhões de habitações existentes, bem como 200 mil habitações em regime de cooperativa (cerca de 3% do total). De acordo com Alves (2020), a existência de um parque habitacional público que seja bem distribuído pelo território e que apresente boa qualidade contribui para reduzir a volatilidade dos preços.

Existem algumas experiências de sucesso no que concerne ao investimento com vista ao desenvolvimento de um parque habitacional público. Para esse efeito, destaca-se o exemplo da Áustria (oferta pública de habitação de 24% do total), Dinamarca (oferta pública de habitação de 21% do total), França (oferta pública de habitação de 16% do total), Países Baixos (oferta pública de habitação de 29,1% do total), entre outros (vide Figura 5.11).

Figura 5.11 - Habitação pública em 2021 (% do total)



Fonte: Housing First (2021)

No caso de Portugal, o investimento público em habitação só teve relevância significativa em dois períodos. Em primeiro lugar, no período imediatamente posterior à revolução de 25 de abril, entre 1974 e 1979, em que os Governos

de então promoveram o desenvolvimento de um sector público habitacional com uma dimensão relevante (Santos et al., 2014). Em particular, em 1977, o investimento público em habitação chegou a representar 7% da despesa pública total. Na década de 1990, sobretudo entre 1994 e 2002, foi implementado o Plano de Erradicação de Barracas (PER), com o investimento público no sector a representar, em média, 2% da despesa pública total. Os objetivos deste programa eram a erradicação de barracas e o realojamento dos moradores em casas construídas a custos controlados num regime de arrendamento (Santos et al., 2014). Em 2018, o Governo anunciou o programa 1º Direito que visava construir habitações para 26 mil famílias carenciadas até 2024, num investimento de 1,2 mil milhões de euros. O programa é implementado em colaboração com os municípios através de Estratégias Locais de Habitação estando 1400 habitações concluídas. Outras 1300 habitações serão concluídas até ao final de 2023 e 7500 habitações estão em obra ou a iniciar obra.

A tendência de redução de investimento e alienação do património de habitação público verificou-se nas últimas décadas, tendo ocorrido nas principais cidades europeias (Aalbers e Holm, 2008). No entanto, recentemente e face ao aumento dos preços de habitação, deu-se uma inversão da tendência anterior.

A título de exemplo, em 2021, a autarquia de Berlim anunciou a aquisição de quase 15 mil apartamentos por um preço de cerca de 2,5 mil milhões de euros (cerca de 167 mil euros por apartamento), tendo ainda chegado a um acordo com as principais empresas imobiliárias que se comprometem a construir 13 mil novos apartamentos e de limitar os aumentos de rendas até 2026 (Reuters, 2021). Por outro lado, o Governo alemão exortou a indústria da construção a construir 400 mil novas habitações por ano – note-se que, em termos relativos das respetivas populações, tal seria equivalente a cerca de 48 mil novas habitações por ano em Portugal – de forma a responder ao problema dos aumentos dos preços da habitação e das rendas.

#### **5.1.6.3. EXPANSÃO DA OFERTA DE HABITAÇÃO ATRAVÉS DE INVESTIMENTO PÚBLICO ESTRUTURANTE**

*O objetivo do programa de investimento público em habitação que aqui se propõe é aumentar a oferta de casas para habitação própria e para arrendamento, de forma a contribuir para reequilibrar o mercado de habitação, porque se considera estar perante uma falha desse mercado, que não tem sido capaz de aumentar a oferta de habitação a preços acessíveis aos rendimentos das famílias portuguesas.*

A estratégia proposta procura evitar que a habitação social a construir pelo sector público assuma características similares a guetos sociais, pretendendo ao invés replicar a estrutura habitacional tradicional existente em Portugal, caracterizada pela coexistência de diversos estratos socioeconómicos em proximidade geográfica, que enriquece a vida nos bairros das nossas cidades.

Para o efeito, a oferta pública de habitação teria de ser direccionada para os diferentes estratos sociais, com políticas de preços distintas.

Por outro lado, outro objetivo seria assegurar, através do volume de investimento público, a adoção de melhores práticas de construção de habitação assegurando qualidade e baixos custos de produção.

Note-se que a estratégia pública adotada na última década assentou em dois instrumentos de política económica principais: por um lado, foram criados sucessivos micro-regimes específicos de incentivos à construção, à reabilitação urbana e ao arrendamento privado que podem ser considerados formas de parcerias público-privadas ou, em alternativa, de criação de novos micro-mercados regulados, de que não resultaram nem ganhos de economias de escala nem um aumento relevante da oferta de habitação; por outro lado, um segundo instrumento baseou-se na descentralização do processo de investimento ou de apoio público à construção de habitação sobretudo ao nível autárquico que, sendo importante, não permitiu que esse investimento público fosse realizado nem tempestivamente, nem de forma coordenada a nível nacional, dependendo das prioridades políticas locais, nem que fosse realizado com as necessárias economias de escala.

Por conseguinte, estes instrumentos da política de habitação do Governo não têm tido a eficácia necessária e, por conseguinte, afigura-se que essa estratégia de política de habitação deve ser abandonada em prol de outras estratégias, com custos inferiores para o erário público e maior eficácia em termos de volume de construção, que resultem num efetivo e suficientemente significativo aumento da oferta de habitação

*Para o efeito define-se nos Quadros 5.4, 5.5 e 5.6, a título de exemplo, um plano de investimento público ambicioso, mas teoricamente plausível, na construção de novos fogos habitacionais e na reabilitação urbana para os períodos 2026-2029 e 2030-2034.*

Quadro 5.4 - Possível trajetória para o investimento público no stock de habitação em Portugal

	<b>2023*</b>	<b>2026-2029</b> (por ano)	<b>2030-2034</b> (por ano)
Novos fogos concluídos, dos quais	21 mil	50 mil	50 mil
Iniciativa privada	21 mil	40 mil	40 mil
Investimento público	-	10 mil	10 mil
Stock de habitação (milhões de fogos)	6,0	6,0	5,9
Depreciação do stock de habitação	1,5%, 90 mil fogos	1,5%, 90 mil fogos	1,5%, 90 mil fogos
Reabilitação urbana, da qual		35 mil	35 mil
Iniciativa privada		30 mil	30 mil
Investimento público		5 mil	5 mil
Stock de habitação obsoleto e não reabilitado		55 mil	55 mil

Fonte: INE e cálculos dos autores; \* estimativa.

Quadro 5.5 – Possível trajetória para o investimento público na construção de habitação em Portugal

	<b>2026-2029</b> (por ano)	<b>2030-2034</b> (por ano)
Novos fogos concluídos pelo sector público	10 mil	10 mil
Dos quais, alienados a famílias para habitação própria	4 mil (40%)	4 mil (40%)
Preço médio por habitação alienada a famílias (milhares de euros)	200	200
Dos quais, arrendados a famílias (habitação social a preços de mercado e a preços subvencionados)	6 mil (60%)	6 mil (60%)
Preço médio por habitação social arrendada (euros por mês)	400	400
Custo médio (euros) por metro quadrado de nova construção	1500	1250
Dimensão média (m <sup>2</sup> )	100	120
	<b>2026-2029</b> (total acumulado)	<b>2030-2034</b> (total acumulado)
Investimento público bruto em novos fogos habitacionais (milhares de milhões de euros)	6,0	7,8
Receitas com a alienação a famílias de novos fogos concluídos (milhares de milhões de euros)	3,2	4
Receitas anuais com rendas no final do período	0,12	0,27
Investimento público acumulado, líquido de receitas de alienações de imóveis	2,8	3,8
Stock de habitação pública (2029 e 2034, milhares de fogos)	150	180

Fonte: INE e cálculos ou estimativas dos autores. Assume-se que o stock de habitação pública no final de 2024 seria de 130 mil fogos.

Quadro 5.6 - Possível trajetória para o investimento público na reabilitação de fogos para habitação familiar em Portugal

	2026-2029	2030-2034
Reabilitação urbana, da qual	32 mil	32 mil
Iniciativa privada	30 mil	30 mil
Investimento público	2 mil	2 mil
Stock de habitação obsoleto e não reabilitado (por ano)	58 mil	58 mil
Investimento público em reabilitação urbana, incluindo aquisição de imóveis degradados	1,6	2,0
Custo médio estimado por fogo reabilitado (custo de aquisição e de reabilitação, milhares de euros)	200	200

Fonte: INE e cálculos dos autores

O cenário definido acima traduz-se em investimento público bruto de cerca de 17,4 mil milhões de euros<sup>67</sup> entre 2025 e 2034 (1,7 mil milhões de euros por ano), mas que em termos líquidos, em resultado de alienações de imóveis a famílias para aquisição de casas próprias e deduzidas as receitas de arrendamento, se traduziria num investimento líquido estimado inferior a 10 mil milhões de euros nesse período.

Seria importante que esse investimento público potenciase a adoção de melhores práticas de construção civil, promovendo aumentos de produtividade no sector.

Por último deveria ser aumentada a oferta formativa de pessoal em áreas técnicas indispensáveis à construção de habitações.

### 5.1.7. PROJETOS DE INFRAESTRUTURAS DO PRR

No contexto da proposta de projetos de investimento público estruturante são analisados nesta Secção os projetos de investimento em infraestrutura do PRR.

<sup>67</sup> Estimativa da despesa pública direta bruta que não contabiliza efeito nas receitas fiscais e na atividade económica através do multiplicador macroeconómico da despesa pública.



O Plano de Recuperação e Resiliência (“PRR”) é um programa de âmbito nacional com um período de execução até final de 2026 com o propósito de incrementar o potencial de crescimento económico em Portugal na próxima década.

O PRR foi criado a 12 de fevereiro de 2021 no âmbito do Regulamento (UE) 2021/241.

À data da escrita deste relatório, com base em informação de 25 de maio de 2023, a dotação máxima do PRR para Portugal é de 22,2 mil milhões de euros, isto é, cerca de 4,5 mil milhões de euros por ano entre 2022 e 2026 – em média, cerca de 1,7% do PIB por ano nesse período. Deste montante, cerca de 16,3 mil milhões de euros são subvenções a fundo perdido e 5,9 mil milhões de euros são empréstimos.

A rubrica mais relevante em termos financeiros presente no PRR é a recapitalização e inovação empresarial, com um financiamento previsto de 4,9 mil milhões de euros destacando-se, em particular, o programa de recapitalização financeira através do Banco Português de Fomento. Existem dois objetivos com o programa referido:

- Financiamento direto a empresas com a vista a melhorar a robustez financeira das mesmas;
- Financiamento por dívida ou financiamento por dívida ou instrumentos de quase-capital, em sectores de relevância estratégica;
- Outra componente do financiamento a fundo perdido visa atrair projetos de investimento em sectores ditos transacionáveis, que promovam o aumento das exportações nacionais, nomeadamente através de consórcios entre empresas nacionais e investimento direto estrangeiro de multinacionais.

O investimento em infraestruturas previsto no PRR representa 790 milhões de euros, isto é, em média, cerca de 0,06% do PIB por ano ao longo dos cinco anos do programa, um montante pouco significativo ou mesmo negligenciável, quando comparado com as propostas deste estudo (ver Secção 5.1).

Não obstante, o Governo defende que esse investimento em infraestruturas previsto no PRR é economicamente eficaz, estimando um multiplicador da despesa orçamental no longo prazo (horizonte temporal de 20 anos) de 4,3, ou seja, cada euro de investimento público em infraestruturas do PRR terá impactos positivos na economia portuguesa de 4,3 euros.

O Quadro 5.7 apresenta os exemplos de investimentos mais relevantes em infraestruturas construídas ao abrigo do PRR:

Quadro 5.7 - Investimento em infraestruturas cofinanciado pelo Plano de Recuperação e Resiliência e pelo Orçamento do Estado

<b>Infraestruturas</b>	<b>Volume global de investimento</b> (milhões de euros)
Áreas de acolhimento empresarial	110
Missing links e aumento de capacidade da rede	313
Ligações transfronteiriças	65
Áreas de acolhimento empresarial (AAE) – Acessibilidades rodoviárias	142

Fonte: Governo de Portugal

No que respeita às áreas de acolhimento empresarial prevê-se o investimento em sistemas de produção e armazenamento de energia renovável para autoconsumo (e.g., energia solar), mobilidade sustentável (nomeadamente a mobilidade elétrica/ pontos de carregamento elétrico e áreas piloto de soluções de produção e carregamento a Hidrogénio), reforço da cobertura com soluções de comunicação 5G e, por último, a implementação de medidas ativas de prevenção e proteção contra incêndios.

No que respeita aos designados “missing links” e ao “aumento da capacidade da rede”, o objetivo é expandir a rede viária, reduzir tempos de percurso e reduzir os custos de contexto para as empresas.

Alguns exemplos de investimentos incluem a construção de estradas nacionais (e.g., EN14, Maia (Via Diagonal) / Interface Rodoferroviário da Trofa; EN4, variante da Atalaia), de itinerários principais (e.g., IP8 Sta. Margarida do Sado /Ferreira do Alentejo, incluindo variante de Figueira de Cavaleiros; IP8, A26), o aumento da capacidade da rede viária na ligação entre Sines e a A2 e, por último, de itinerários complementares (IC35, Penafiel, EN15 / Rans; IC35, Rans / Entre-os Rios).

No que respeita às ligações transfronteiriças, está prevista nomeadamente a construção da Ponte internacional sobre o Rio Sever e da Ponte Alcoutim – Saluncar de Guadiana, ou da EN103 Vinhais / Bragança (variantes). Estes investimentos destinavam-se a potenciar a mobilidade transfronteiriça e a reduzir custos de contexto.

Por último, no que diz respeito às áreas de acolhimento empresarial, serão concluídas acessibilidades rodoviárias com o objetivo de melhorar o transporte

de mercadorias, tornando-o mais eficiente e económico (e.g., Ligação ao Parque Industrial do Mundão – Eliminação de constrangimentos na EN229 Viseu/ Sátão; EN10-4, Setúbal/ Mitrena; Ligação da Zona Industrial de Rio Maior à EN114).

No contexto do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) foram ainda alocados cerca de 1,8 mil milhões de euros em subvenções e empréstimos para construção e reabilitação de 26 mil casas para habitação social e para apoiar o arrendamento a preços acessíveis de 5 mil habitações. Ou seja, a estratégia do PRR para o sector da habitação baseia-se em parcerias público-privadas em que o sector público cofinancia a fundo perdido ou com empréstimos para investimento privado em habitação social ou para arrendamento a preços acessíveis.

Constata-se que o investimento promovido segue uma estratégia distinta da defendida neste relatório, certamente complementar da mesma, optando-se por numerosos projetos de pequena dimensão, por projetos estruturados como parcerias público-privadas em que investimento privado é cofinanciado com fundos públicos, e pelo financiamento de investimento privado e recapitalização de empresas.

Afigura-se, no entanto, que o plano de investimento em infraestruturas do PRR não é de dimensão suficiente face à dimensão e ao atraso relativo da economia do país bem como ao défice de investimento público em infraestruturas que se observou nas últimas duas décadas. Em particular, considera-se que o plano de investimento em infraestruturas do PRR não foi desenhado de forma a promover ganhos de economia de escala e melhorias significativas da capacidade produtiva das empresas do sector.

#### **5.1.8. PROJETOS DE INFRAESTRUTURAS DO GOVERNO DE PORTUGAL: FERROVIA 2020 E PLANO NACIONAL DE INVESTIMENTOS 2030**

Esta Secção descreve sucintamente o projeto de investimento em infraestrutura ferroviária do Governo, designado Ferrovia 2020, um projeto de investimento inicialmente orçado em cerca de 2 mil milhões de euros.

O referido programa deveria ter sido concluído em 2016. Contudo, o projeto foi recalendarizado devido às restrições económico-financeiras na sequência da crise financeira de 2010-2012 e do programa de ajustamento económico-financeiro com a UE e o FMI. No presente, a sua conclusão está prevista para 2025.

Quadro 5.8 - Grandes infraestruturas de transporte ferroviário recentes

	<b>Data de inauguração</b> (prevista)	<b>Volume global de investimento</b>	<b>Km de rede</b>	<b>Financiamento do investimento</b>
PNI 2030	2025	21,7 mil milhões de euros		Orçamento do Estado, Programa Quadro da UE, sector privado
Linha ferroviária Pequim-Xangai	2011	34,7 mil milhões de dólares	1318	Governo Chinês
Crossrail	2022	18,8 mil milhões de libras	118	Governo Britânico, sector privado
Túnel de base de São Gotardo	2016	9,6 mil milhões de coroas suíças	57	Governo Suíço e empresa pública Suíça Ferroviária Federal

Fontes: Governo de Portugal, PNI2030, Wikipedia

Os objetivos do programa Ferrovia 2020 incluem o aumento da competitividade do transporte ferroviário, sendo para esse efeito fundamental a redução de tempos de percurso, a redução dos custos de transporte (€/km/contendor) e por último, o aumento da capacidade (nomeadamente através de um aumento número de viagens diárias para mais do dobro e também através de um aumento do comprimento dos comboios para um máximo de 750 metros).

Outro objetivo relevante seria a melhoria das ligações internacionais, existindo por essa razão o objetivo de potenciar o uso da ferrovia com destino aos principais portos nacionais (nomeadamente os Portos de Sines, Setúbal ou Lisboa), ou ainda o investimento nos Corredores Sines/Setúbal/Lisboa - Caia e Leixões/Aveiro - Vilar Formoso.

Por último, outro objetivo do referido programa é a melhoria da interoperabilidade ferroviária. Para esse efeito, foram definidas as seguintes metas:

1. Aumentar a eletrificação da rede ferroviária em 480 quilómetros;<sup>68</sup>
2. Expansão de sistemas de sinalização eletrónica em mais 400 quilómetros da rede ferroviária;
3. Instalação de travessas (polivalentes) que permitem a alteração da bitola nos corredores internacionais – conseguindo corrigir dessa

<sup>68</sup> Com impactos positivos não apenas em termos ambientais, mas também em termos económicos, nomeadamente através da redução de importações de combustíveis fósseis.

Quadro 5.9 - Principais investimentos previstos no PNI2030

<b>Investimento por sectores</b>	<b>Principais investimentos</b>	<b>Volume de investimento</b> (mil milhões de euros)
<b>Mobilidade e transportes públicos</b>		<b>5,8</b>
	Expansão da rede de metro e dos transportes coletivos na Área Metropolitana do Porto	2,3
	Expansão da rede de metro e desenvolvimento dos transportes coletivos na Área Metropolitana de Lisboa	1,4
	Descarbonização dos transportes públicos	0,59
<b>Sector ferroviário</b>		<b>10,5</b>
	Nova linha de alta velocidade Porto - Lisboa	4,5
	Nova linha alta velocidade Porto – Valença – Vigo, 1ª Fase	0,9
	Programa de Eletrificação e Reforço da Rede Ferroviária Nacional que visa concluir a eletrificação de toda a rede ferroviária nacional	0,7
<b>Sector rodoviário</b>		<b>2,0</b>
	Programa de Segurança Rodoviária, Renovação e Reabilitação, Redução de Ruído a adaptação às alterações climáticas	0,5
	Programa de Construção de "Missing Links"	0,4
	Programa de alargamentos e aumentos de capacidade	0,3
<b>Sector marítimo-portuário</b>		<b>2,1</b>
	Expansão do Porto de Sines	0,9
	Expansão do Porto de Lisboa	0,3
	Expansão do Porto de Leixões	0,4
<b>Sector aeroportuário</b>		<b>1,3</b>
	Expansão aeroportuária da Região de Lisboa	1,1
	Adequação progressiva da capacidade na rede aeroportuária à evolução da procura	0,1
	Requalificação e melhoria de eficiência e níveis de serviço na rede aeroportuária 2021-2030	0,1

Fontes: Autores, com base em documentos do Governo de Portugal sobre o PNI2030.

forma a debilidade estrutural de Portugal (e de Espanha) apresentar uma distância entre carris, i.e. bitola, de diferente dimensão face à generalidade dos países da União Europeia.

Um dos investimentos mais relevantes será a construção de uma ligação ferroviária direta entre Sines e Elvas Caia, pois permitirá a redução do tempo de trajeto em cerca de 3h30m.

Apesar de se verificarem algumas melhorias no serviço de passageiros, o programa Ferrovia 2020 foi direcionado para a melhoria e diminuição dos custos relativos ao transporte de mercadorias. A esse respeito, destaca-se a modernização da linha da Beira Alta, que possibilitará a circulação de até 25 comboios por dia com 750 metros de comprimento (em vez dos atuais 400 metros) e a velocidades mais elevadas.

Posteriormente à conclusão da modernização da linha da Beira Alta, o transporte de carga através do transporte ferroviária será mais barato em 30 por cento face ao período anterior às obras, aumentando a competitividade externa das empresas localizadas em Portugal.

O plano nacional de investimentos 2030 (“PNI 2030”) insere-se no investimento em infraestruturas e equipamentos e tem a ambição de recuperar do conservadorismo financeiro e a nível de projetos em que esteve baseado o programa Ferrovia 2020. O horizonte temporal deste programa é entre 2021 e 2030.

No referido programa estão previstos um investimento total de 21,7 mil milhões de euros, financiado em 17,7 mil milhões por fundos públicos (incluindo Fundos Europeus Estruturais e financiamento proveniente do Orçamento do Estado) e 4,0 mil milhões através de financiamento privado.

O âmbito e o volume de investimento previsto nos projetos de investimento do PIN 2030 parecem ser grosso modo compatíveis com os critérios definidos neste estudo, nomeadamente permitindo ganhos de economia de escala e a redução de custos de contexto da economia portuguesa, embora pareça existir a opção por parcerias público-privadas em certos investimentos que, como acima argumentado, poderão resultar numa redução da rentabilidade macroeconómica desses projetos.

## **5.2. ALTERAÇÕES À ARQUITETURA DA ÁREA DO EURO**

O projeto de lançamento de uma moeda única para a União Europeia começou a ser idealizado e estudado há várias décadas. De facto, no final de

1974, a então Comissão das Comunidades Europeias (Comissão Europeia) encomendou a um grupo de peritos presidido por Donald MacDougall a elaboração de um relatório sobre o papel das finanças públicas na integração europeia, nomeadamente que averiguasse as condições necessárias para o lançamento de uma União Monetária. Esse relatório foi apresentado em abril de 1977 e é desde então conhecido por relatório MacDougall (1977).

O relatório MacDougall argumentava que:

- Em economias ocidentais avançadas – Estados unitários como a França e Estados Federais como os EUA e a Alemanha – a despesa pública representava, em média, 45% do PIB<sup>69</sup> e que o orçamento federal reduzia, em média, em 40% as desigualdades do PIB per capita entre regiões desses países (uma redução inferior, no caso dos EUA e da Alemanha);
- Nessas economias ocidentais avançadas ocorriam transferências orçamentais anuais de regiões ricas (com excedentes da balança corrente e de capital) para regiões pobres (com défices da balança corrente e de capital), tipicamente de 3% a 10% do PIB regional, mas que chegavam a atingir 30% do PIB regional para regiões muito pobres (por ano);
- Acresce o efeito de estabilizadores automáticos do lado da receita fiscal, que resultavam numa redução de receitas fiscais face a choques assimétricos bem como do lado da despesa, por exemplo através do efeito do subsídio de desemprego;
- Não existiam esses mecanismos redistributivos de transferências orçamentais e de estabilizadores automáticos na Comunidade Europeia de então (orçamento da UE era de cerca de 0,7% do PIB), pelo que os autores afirmavam que essa era uma das razões importantes por que seria impraticável, nessa altura, uma união monetária.

O Relatório MacDougall (1977, p.13 e 14) afirmava ainda:

*"A importância dos vários instrumentos que realizam a redistribuição inter-regional [nesses Estados] varia. Em termos de fiscalidade, o imposto sobre o rendimento das pessoas singulares é, na maioria dos países, o instrumento predominante. Os principais programas de despesa pública e os sistemas de segurança social tendem também a ter efeitos redistributivos substanciais.*

---

<sup>69</sup> No caso das Comunidades Europeias de então esse efeito de redução das desigualdades regionais era de somente 1% do PIB per capita porque o seu Orçamento representava somente 0,7% do PIB.

*Nos Estados unitários, uma grande parte da redistribuição total entre regiões surge automaticamente desta forma e é, de certo modo, "invisível"; os rendimentos elevados acompanham pagamentos de impostos elevados e os rendimentos baixos com receitas elevadas de serviços prestados centralmente e pagamentos de transferências (a política regional definida de forma estrita é relativamente pouco importante).*

*Nos Estados federais, as subvenções intergovernamentais e a repartição dos impostos desempenham um papel muito mais importante. Estas atingem resultados redistributivos relativamente grandes com montantes relativamente pequenos de despesa pública federal.*

*[...]*

### **Implicações para o futuro papel das finanças públicas na Comunidade**

*É possível conceber, presumivelmente numa data longínqua, uma Federação na Europa em que as despesas públicas federais rondem os 20-25% do [PIB], como nos EUA e na República Federal da Alemanha.*

*Uma fase anterior [a essa, seria de conceber uma União Europeia Federal] com uma despesa federal muito inferior, da ordem de 5 - 7 % do [PIB], ou cerca de 7 - 10 % [do PIB] se a defesa fosse incluída. Uma característica essencial de tal federação seria que a oferta [de serviços do Estado Social e nomeadamente das pensões da Segurança Social] permaneceria quase toda a nível nacional. Tal arquitetura poderia assegurar uma suficiente equalização geográfica da produtividade e do nível de vida e amortecer as flutuações temporárias [do PIB] de forma a suportar uma união monetária. Mas há vários graus de confiança quanto à viabilidade prática [de uma União Monetária com um orçamento federal dessa dimensão]." (MacDougall, 1977, p.13-14, texto em parênteses dos autores)*

O Orçamento da União Europeia de 2022 prevê 170,6 mil milhões de euros de despesa (1,07% do PIB da UE-27), sendo que a despesa prevista para os 20 estados-membros da Área do Euro será provavelmente inferior a 1,07% do PIB da Área do Euro, porque vários estados-membros que não pertencem à Área do Euro são beneficiários líquidos de transferências do Orçamento da UE, porque sendo menos desenvolvidos, beneficiam de ajudas estruturais.

Ou seja, a União Económica e Monetária (i.e., o euro) foi lançada com um orçamento federal e com estabilizadores automáticos e política orçamental redistributiva muito inferior ao limiar mínimo de 5%-7% do PIB defendidos pelo relatório MacDougall. Segundo os autores desse relatório, o atual nível de despesa orçamental federal da União Europeia tornaria a união monetária (i.e., o euro) impraticável.



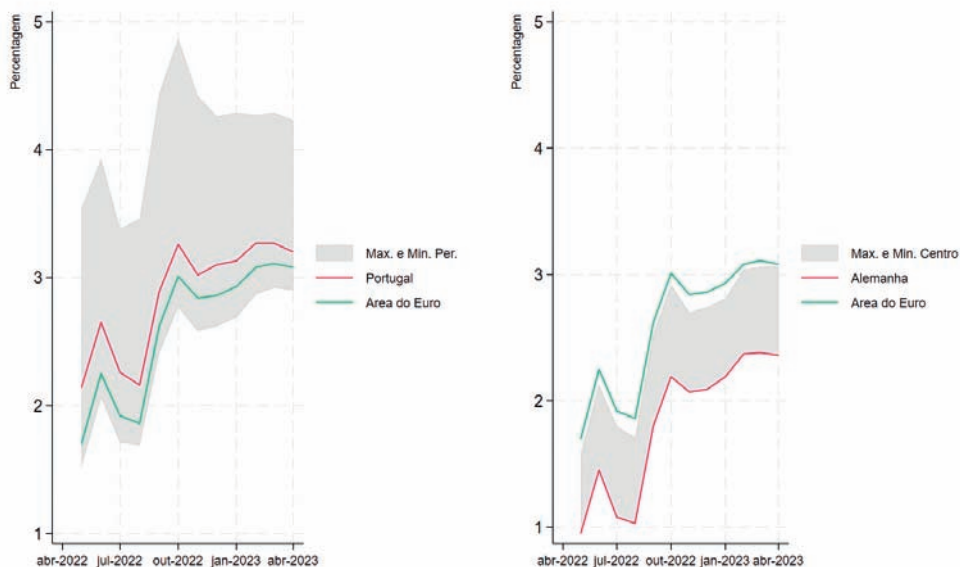
A ausência de transferências orçamentais significativas constitui um sério obstáculo ao regular funcionamento da Área do Euro e ao desenvolvimento sustentado e equitativo dos seus estados-membros que foi atempadamente identificado, mas que nem por isso foi solucionado até à data. Interessa a Portugal voltar a colocar este tema na agenda das autoridades europeias.

De facto, os estados-membros da Área do Euro apresentam diferentes perfis de desenvolvimento económico e das suas estruturas produtivas, com níveis distintos de produtividade e de potencial de crescimento da produtividade. Como argumentado na Secção 3.5, a moeda única resulta em transferências implícitas, por regulação, que podem ser interpretadas como impostos implícitos invisíveis sobre os estados-membros cujos sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente apresentam taxas de crescimento da produtividade mais baixa, impostos implícitos esses que beneficiam estados-membros mais desenvolvidos cuja taxa de crescimento da produtividade dos seus sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente é mais elevada (MacDougall, 1977; Cabral e Sousa, 2019; Sousa, 2023).

Para os estados-membros internacionalmente menos competitivos como Portugal, o euro é uma moeda sobrevalorizada, resultando numa deterioração da sua balança comercial, da trajetória da dívida externa e do rendimento primário. Para os estados-membros internacionalmente mais competitivos, o euro é uma moeda subvalorizada, permitindo excedentes externos recorrentes e crescentes e uma trajetória de melhoria da sua posição de investimento internacional líquida credora.

Este efeito é tão significativo que resulta em perdas para países como Portugal, não obstante transferências orçamentais líquidas explícitas provenientes do Orçamento da União Europeia estimadas em cerca de 1% do PIB por ano, em média. Gasparotti e Kullas (2019) estimam que, em termos líquidos, Portugal sofreu perdas de, em média, 13,6% do PIB nominal por ano entre 1999 e 2017 (424 mil milhões de euros nesse período).

Figura 5.12 - Evolução das taxas de juro no mercado secundário de títulos de dívida soberana dos estados-membros do Centro e da Periferia da Área do Euro (%)



Fonte: Eurostat

Por outro lado, é importante notar que apesar de algumas medidas políticas económicas positivas a nível europeu como o mecanismo de anti fragmentação, continuam a verificar-se divergências significativas nas taxas de juro das obrigações soberanas dos diversos países, facto que afeta adversamente o custo de financiamento das empresas e particulares dos respetivos países (vide Figura 5.12).

Como se pode constatar na Figura 5.12, os estados-membros da periferia da Área do Euro enfrentam uma desvantagem do nível das taxas de juro em relação aos estados-membros do centro da Área do Euro e sobretudo em relação à Alemanha, o que faz com que as empresas dos estados-membros periféricos tenham custos de financiamento mais elevados, facto que resulta numa desvantagem competitiva relativa.

Embora as autoridades europeias argumentem que a União Europeia não é uma união de transferências (orçamentais), parece-nos difícil que Portugal seja capaz de recuperar o seu atraso e reequilibrar as suas contas externas sem que uma das principais causas de agravamento dos atuais desequilíbrios externos do país – deficiências nas arquiteturas da Área do Euro e da União Europeia, que resultam em sobrecustos não transparentes para a atividade económica nesses estados-membros – seja adequadamente estudada pelas autoridades

nacionais e europeias e, a prazo, parcialmente corrigida, através do desenho e da implementação de novas políticas económicas nacionais e europeias.

*Assim, propõe-se que as autoridades nacionais criem um Gabinete sediado no Ministério das Finanças que, em articulação com os Governos de economias periféricas e menos competitivas internacionalmente da Área do Euro e da União Europeia, estude e negocie com as autoridades europeias o desenho e a implementação de arquiteturas mais robustas para a Área do Euro e para a União Europeia – nomeadamente adotando algumas das propostas constantes do Relatório MacDougall (1977) –, que resultem num menor volume de transferências implícitas das economias menos desenvolvidas para as mais desenvolvidas, na expectativa que seja possível a prazo corrigir uma das principais causas dos desequilíbrios externos de Portugal e de outros estados-membros da Área do Euro e da União Europeia.*

### **5.3. POLÍTICA ORÇAMENTAL E POLÍTICA DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

Esta secção analisa em que medida a política orçamental, a política de gestão da dívida pública e a política de gestão de pessoal das Administrações Públicas podem contribuir para uma trajetória de maior sustentabilidade da dívida externa do país.

#### **5.3.1. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ENTRE 1970 E 2023**

A dívida pública aumentou 14,3% do PIB em 1970 para 97,9% do PIB em 2023, crescendo 1531 vezes em termos nominais enquanto o PIB nominal cresceu 224 vezes (Veiga, 2024) e o PIB real cresce apenas 2,2 vezes, ou 2,2% por ano, em média.

O défice público e a dívida pública tornaram-se, a partir da adesão do país ao Euro a 1 de janeiro de 1999, nos principais objetivos da política orçamental, nomeadamente no quadro das regras orçamentais europeias.

Veiga (2024) nota que o aumento do peso da dívida pública em 83,5 pontos percentuais (p.p.) do PIB entre 1970 e 2023 é explicado sobretudo pela despesa com juros que, em termos acumulados, representa 73,4% do PIB de 2023 (Veiga e Cabral, 2024).

Quadro 5.10 – Determinantes da variação da dívida pública entre 1970 e 2023  
(em percentagem do PIB de 2023)

1970	2023	Saldo orçamental primário	Crescimento do PIB	Despesa com juros	Ajustamento défice-dívida
14,4%	97,9%	-11,9%	99,6%	73,4%	12,6%

Fontes: Veiga (2024)

O peso da dívida pública aumenta 40 p.p. do PIB entre 1970 e 1985 e 58,8 p.p. entre 1998 e 2011 (Veiga, 2024). Em particular, entre 1998 e 2011 o défice primário e o diferencial entre a taxa de crescimento do PIB nominal e a taxa de juro implícita da dívida pública, ( $g-r$ ), tiveram efeitos adversos na dinâmica da dívida pública. De facto, o défice primário acumulado contribuiu para uma deterioração da dívida pública em 31,5 p.p. do PIB. Por outro lado, a taxa de crescimento nominal do PIB foi de 3,59% por ano, em média nesse período, inferior em quase 1 ponto percentual à taxa de juro implícita média da dívida da República, que foi de 4,57%.

Em contraste, entre 2011 e 2023, o peso da dívida pública diminui 16,5 p.p. do PIB. O saldo primário acumulado excedentário contribuiu para uma redução da dívida pública em 6,6 p.p. do PIB. Além disso, o diferencial entre a taxa de crescimento e a taxa de juros, ( $g-r$ ), teve um efeito favorável na dinâmica da dívida pública: a taxa de crescimento nominal do PIB foi de 3,54% por ano, em média nesse período, superior em 0,63 pontos percentuais à taxa de juro implícita média da dívida da República, que foi de 2,91%.

De salientar ainda o menor contributo neste período de despesa pública não contabilizada no défice orçamental que vai diretamente à dívida pública (i.e., ajustamentos défice-dívida), de 1,3% do PIB de 2023 se subtraída a diminuição da almofada financeira do Estado em 2023.

Por outro lado, nota-se ainda que a economia portuguesa regista, desde a adesão ao euro a 1 de janeiro de 1999, o mais baixo crescimento económico real médio dos últimos 70 anos, crescendo 1,1% por ano em média entre 1998 e 2023, ou 31,4% em termos acumulados. Em contraste, a taxa de crescimento real do PIB foi de 3,8% por ano, em média, entre 1954 e 1998, ou 411,6% em termos acumulados.

### 5.3.2. POLÍTICA ORÇAMENTAL

A experiência das últimas décadas parece sugerir que a política orçamental portuguesa deve procurar manter: por um lado, uma taxa de crescimento

económico nominal superior à taxa de juro implícita da dívida pública; por outro lado, deve procurar minimizar o impacto do ciclo económico no saldo orçamental primário e na componente designada por ajustamento défice-dívida. Ou seja, é importante evitar a acumulação de défices orçamentais primários e de ajustamentos défice-dívida muito negativos, devido ao efeito de histerese na trajetória da dívida pública.

No passado, o saldo orçamental primário não foi o principal determinante de uma evolução favorável da trajetória da dívida pública. Em particular, como sugere a equação da dinâmica da dívida, uma política orçamental de austeridade que resulte em excedentes orçamentais primários pode ser contraproducente se resultar em quedas excessivas das taxas de crescimento económico nominal para níveis abaixo da taxa de juro implícita da dívida pública. De notar igualmente que a economia portuguesa tende a registar excedentes primários positivos em períodos de crescimento económico mais robusto e tende a registar elevados défices primários em períodos de recessão ou de estagnação económica, como previsível e adequado no âmbito de uma política orçamental contracíclica. Decorre desse facto que o contributo dos períodos de excedente orçamental primário para a dinâmica da dívida pública tende a ser menor que o efeito na dinâmica de crescimento da dívida pública dos períodos com défice orçamental primário.

É também de salientar o enorme impacto adverso da despesa com juros na dinâmica da dívida pública portuguesa, sugerindo que a política orçamental deve prestar particular atenção a esta componente da despesa pública e à taxa de juro implícita da dívida da República, desenvolvendo medidas que contribuam para a redução dos custos de financiamento da República.

Finalmente, é importante realçar que não se considera na análise desta secção o efeito da política orçamental na balança corrente e de capital e por essa via na dinâmica da dívida externa do país. Assim, a política orçamental adotada nas últimas décadas poderá ter contribuído para a mais baixa taxa de crescimento real do PIB nos últimos 70 anos, mas poderá também ter tido um contributo favorável na evolução da balança corrente e de capital do país que, como se sabe, registou ou irá registar excedentes anuais entre 2012 e 2025, com a exceção de 2022 em que registou um ligeiro défice, o que ocorre pela primeira vez de sempre na História da economia portuguesa.

Por conseguinte, afigura-se que a política orçamental deve, como no passado, acomodar variações e volatilidade significativa do saldo orçamental primário, que reflitam o efeito dos estabilizadores fiscais e orçamentais automáticos e de uma política orçamental contracíclica, ao invés procurando aumentar a taxa de crescimento económico e reduzir a despesa com juros em períodos com défices

orçamentais primários elevados, de forma a assegurar uma taxa de crescimento económico idealmente um ponto percentual acima da taxa de crescimento da taxa de juro implícita da dívida pública.

Entre as várias medidas possíveis, destacam-se:

- Manutenção do nível de investimento público num mínimo de 3,5% do PIB, evitando que os Governos recorram a reduções excessivas no investimento público para promover consolidação orçamental pró-cíclica em períodos de estagnação ou recessão económica, dessa forma contribuindo para recessões económicas menos acentuadas e uma mais elevada taxa de crescimento nominal média do PIB. A medida teria um efeito adverso na trajetória da dívida pública, mas um efeito favorável na taxa de crescimento do PIB nominal e real;
- Por outro lado, o país pode procurar desenhar projetos de investimento público (estruturante) que sejam em larga medida satisfeitos por capacidade produtiva e oferta doméstica de forma a minimizar o impacto adverso que esses projetos possam ter no saldo orçamental e na balança corrente. Essa tem sido a estratégia seguida pela China que promove grandes projetos de investimento público em infraestruturas que são em larga medida satisfeitos pela oferta e capacidade produtiva de empresas chinesas e que se traduzem num aumento do peso no PIB da poupança doméstica, muito acima da verificada nos países desenvolvidos do Ocidente;
- O aumento dos rendimentos de senhoriagem (i.e., na forma de dividendos do Banco de Portugal ao Tesouro) em períodos de estagnação ou recessão económica, por exemplo através de alterações às políticas de constituição de reservas legais e de reservas adicionais<sup>70</sup> e à política de distribuição de resultados do Banco de Portugal, prevendo a não constituição de reservas legais e de reservas adicionais em períodos de estagnação ou recessão económica, com um efeito favorável estimado em 0,1% do PIB por ano na despesa com juros líquida de rendimentos de senhoriagem nesses períodos;
- Para assegurar melhor controlo da despesa pública e evitar uma utilização ineficiente de dinheiros públicos defendem-se alterações à Lei do Enquadramento Orçamental e à Lei do Orçamento do Estado de forma a:

---

<sup>70</sup> Os artigos 5.º e 53.º da Lei Orgânica do Banco de Portugal (BdP) determinam a criação de reserva legal (de, no mínimo, 10% dos resultados líquidos) e de reserva adicional (de 10% dos resultados líquidos). A Lei Orgânica do Banco de Portugal também permite a criação de outras reservas e provisões para riscos gerais sob proposta pelo Conselho de Administração, a qual requer aprovação do Ministro das Finanças. Essas reservas são elementos dos fundos próprios que não se destinam a cobrir responsabilidades, contingências ou perdas de valor de ativos específicas.

- Limitar a capacidade dos Governos de emitir ou assumir dívida que não é contabilizada na despesa pública e no défice orçamental (designados por ajustamentos défice-dívida), obrigando os Governos a submeter um Orçamento do Estado retificativo se pretenderem aumentar a dívida pública recorrendo à capacidade de endividamento da República prevista e disponibilizada através da Lei do Orçamento do Estado;
- Limitar a capacidade do Ministério das Finanças em realizar despesa pública extraordinária ou antecipar despesa pública no final de cada ano, com o intuito de alterar o saldo orçamental do ano corrente, nomeadamente para procurar deteriorar o saldo orçamental do ano corrente em benefício dos saldos orçamentais de anos subsequentes. O objetivo desta medida seria assegurar maior transparência e evitar despesa pública possivelmente ineficiente com objetivos meramente cosméticos.

### **5.3.3. POLÍTICA DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

A política de gestão da dívida pública, desconhecida da opinião pública e com pouca relevância em termos políticos, na prática tem sido nas últimas décadas a mais importante política económica pública, como evidenciado tanto pelo volume das operações financeiras – e.g., entre 2014 e 2018, necessidades de financiamento bruto de mais 100 mil milhões de euros somente na componente de títulos de dívida de médio e longo prazo – como pela despesa acumulada com juros, de 66 mil milhões de euros entre 2014 e 2023, como ainda pela importância da despesa acumulada com juros como principal determinante no crescimento do stock da dívida pública em Portugal, como acima referido, explicando 73,4 p.p. do PIB do aumento da dívida pública entre 1970 e 2023.

Para mais, a política de gestão da dívida pública condiciona e determina de forma particularmente relevante a política orçamental em períodos de crise económica e financeira, conduzindo com frequência a cortes noutras rubricas da despesa pública e no investimento público podendo ter, como se sabe, um impacto adverso nas políticas públicas e na atividade económica e na estabilidade financeira, sobretudo no contexto da União Económica e Monetária em que o país não dispõe de soberania monetária e em que, por conseguinte, existe o risco teórico de entrada em incumprimento da dívida da República.



Por exemplo, entre 2014 e 2018, o governo de Portugal e a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E. adotaram uma estratégia de gestão da dívida pública que deu primazia à redução do risco de refinanciamento da dívida da República e ao aumento da maturidade média da dívida pública emitindo cerca de 20 mil milhões de euros de títulos de dívida pública de médio e longo prazo por ano com maturidade residual média entre 7,8 e 12,1 anos. Essa opção, num contexto da descida da taxa de juro da dívida da República que ocorreu entre 2014 e 2021 resultou em perdas de vários milhares de milhões de euros (Cabral, 2019, 2020b) para o erário público.

Assim, defende-se o desenvolvimento e o aprofundamento da política de gestão da dívida pública com a adoção de novos processos de análise e de validação mais robustos. No concreto propõe-se:

- A secção de análise da sustentabilidade da dívida pública constante do Orçamento do Estado deve passar a incluir uma cenarização das perspetivas de médio e longo prazo para a evolução da curva de rendimento da dívida da República (no mercado secundário) e ainda uma cenarização do impacto de diferentes opções de gestão do risco de refinanciamento e da duração de emissões de títulos de dívida de médio e longo prazo nas previsões da despesa com juros da República a médio prazo, quantificando os custos para o erário público da gestão do risco de refinanciamento da dívida da República;
- Esse processo obrigaria o IGCP e o Governo a melhor fundamentar as suas opções de gestão da dívida pública e permitiria à Assembleia da República, na fase da especialidade da discussão do Orçamento do Estado, validar e autorizar a despesa pública relativa à política de gestão da dívida pública e, em particular, à política de gestão do risco de refinanciamento da dívida da República;
- Alterações à Lei-Quadro da Dívida Pública de 1998, aos estatutos do IGCP - Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - e a outra legislação relevante com intuito de modernizar essa legislação e, entre outros aspetos, codificar as alterações descritas nos pontos anteriores e limitar a capacidade de endividamento noutras moedas.

#### **5.3.4. DESPESA COM PESSOAL E REFORMA DO ESTADO**

Esta secção analisa de forma resumida e simplificada a política de gestão e da despesa com pessoal das Administrações Públicas portuguesas e propõe uma abordagem incremental para a Reforma do Estado. A análise e proposta



desenvolvida nesta secção, naturalmente, somente aflora e não esgota as medidas de política económica possíveis em relação a estas duas complexas temáticas.

Entre 1986 e 2023 as Administrações Públicas portuguesas viram o número de funcionários públicos aumentar de 464 para 745 mil sendo que o número de funcionários públicos com qualificações superiores aumentou 327 mil, para quase 400 mil funcionários públicos (Canarias, 2024), factos que denotam a profunda transformação das Administrações Públicas portuguesas neste período.

Não obstante o significativo aumento do número de funcionários públicos neste período o peso da despesa com pessoal em 2023 (10,4% do PIB) será provavelmente inferior ao peso da despesa com pessoal em 1986 (9,4% do PIB), se corrigido das alterações contabilísticas que ocorreram entre 1986 e 2015 (Canarias, 2024), nomeadamente porque em 1986 o rendimento dos funcionários públicos estava isento de imposto sobre o rendimento singular, porque em 1986 não eram contabilizadas adequadamente na despesa com pessoal as contribuições do empregador para a Caixa Geral de Aposentações e porque em 1986 não tinham sido transferidos para a Caixa Geral de Aposentações responsabilidades com pensões do sector bancário e de antigas empresas do Sector Empresarial do Estado entretanto privatizadas.

Por conseguinte, em 2023 o Estado faz mais, com significativamente mais recursos humanos e com muito mais recursos humanos altamente qualificados, não gastando mais em percentagem do PIB do que em 1986. Esse facto em si revela que as Administrações Públicas portuguesas se têm sabido reformar e melhorar, como não poderia deixar de ser.

Note-se que este processo foi algo errático, com uma primeira fase entre 1986 e 2005 onde a despesa com pessoal cresceu a taxas muito elevadas atingindo um pico de 14,5% do PIB, tendo vindo a diminuir desde então com recurso à reforma do sistema de progressões na carreira por mérito a partir de 2007 e a medidas extraordinárias de suspensão de progressões nas carreiras, de não atualização salarial e de congelamento de novas contratações de recursos humanos, que se tornaram recorrentes.

O desafio para o futuro é, por conseguinte, continuar a transformar as Administrações Públicas visando obter nas próximas décadas, ganhos de eficiência, de qualificações e de competências pelo menos similares aos obtidos entre 1986 e 2023.

A despesa com pessoal foi de 27,9 mil milhões de euros (10,4% do PIB) em 2023. Propõe-se que as Administrações Públicas assumam como objetivo de uma reforma incremental e recorrente do Estado visando obter ganhos de

eficiência equivalentes a 0,1% da despesa com pessoal (e de cerca de 0,1% do PIB) por ano através da modernização administrativa, da simplificação de procedimentos e requisitos tornados obsoletos e, em resultado do progresso tecnológico, da realocação de recursos humanos para novas funções.

Defende-se igualmente que entre 25% e 40% da progressão nas carreiras da função pública deve passar a depender exclusivamente do fator tempo e que as Administrações Públicas devem adotar medidas para mitigar o envelhecimento dos respetivos quadros de pessoal através de novas contratações de pessoal.

No caso do primeiro elemento de salientar que o processo de avaliação do mérito para progressão na generalidade das carreiras das Administrações Públicas, introduzido em 2007, é complexo, só indiretamente reflete a progressão do tempo e a experiência dos funcionários públicos e padece, com frequência, de discricionariedade. Em resultado, numerosos funcionários públicos não beneficiaram de qualquer progressão na carreira ao longo de quase duas décadas.

Por outro lado, salienta-se que a política de suspensão das novas contratações por razões de consolidação orçamental traduziu-se num significativo aumento da idade média dos funcionários públicos das Administrações Públicas que urge corrigir.

Por último, o progresso tecnológico que se perspetiva num futuro próximo, nomeadamente nas áreas das tecnologias de informação e da Inteligência Artificial, deverá resultar em significativos ganhos de eficiência e de qualidade dos serviços em sectores das Administrações Públicas que empregam muitos funcionários públicos, como saúde e educação. Assim, recomenda-se a criação nas Administrações Públicas de capacidades e recursos com o objetivo de definir estratégias e metodologias para promover a adoção de novas tecnologias e os referidos ganhos de eficiência e de qualidade dos serviços públicos.

#### **5.4. RESGATES PÚBLICOS E SUBSEQUENTES PRIVATIZAÇÕES COM IMPACTO ADVERSO NA DÍVIDA EXTERNA**

O Quadro 5.10 abaixo estima o impacto na dívida externa (ou na posição de investimento internacional líquida) de algumas das operações recentes de resgate público de empresas privadas e públicas que foram subsequentemente parcial ou integralmente privatizadas, sendo alienadas a empresas estrangeiras, com impacto adverso significativo na dívida externa (que se deteriora quando

ocorre uma variação positiva) e na posição de investimento internacional líquida do país (que se deteriora quando ocorre uma variação negativa).

O Quadro 5.10 mostra que resgates públicos de (ajudas do Estado a) grandes empresas nacionais foram na maioria dos casos seguidos da privatização dessas empresas a grupos empresariais estrangeiros, em vários casos por zero euros. Este processo é consequência de dois fatores principais: primeiro, a Direção Geral da Concorrência da Comissão Europeia exige a privatização da empresa recapitalizada pelo Estado num prazo de poucos anos (e.g., 2 anos) como condição para aprovar essa ajuda de Estado; segundo, a dimensão das empresas resgatadas é tal que não existem grupos nacionais com capacidade financeira para adquirir essas empresas.

O Quadro 5.10 revela que este processo resulta em aumentos muito significativos da dívida pública, mas também resulta num agravamento da dívida externa e da posição de investimento internacional do país.

Quadro 5.11 – Quadro resumo do impacto financeiro de operações de resgate (recapitalização) e privatização de empresas portuguesas a grupos empresariais estrangeiros

<b>Descrição</b>	<b>Volume global do investimento público</b> (2014-2034, milhares de milhões de euros, preços correntes)*	<b>Receitas da privatização</b> (milhares de milhões de euros, preços correntes)	<b>Impacto global na dívida externa líquida</b> (% do PIB)	<b>Impacto na posição de investimento internacional líquida</b> (% do PIB)
Resolução e recapitalização do BES / Novo Banco	21,0	0 (mantém posição acionista de 25%)	+5,4	-7,0
Resolução do Banif	8,0	0	+2,1	-2,5
Recapitalização do Grupo Caixa Geral de Depósitos (venda da Fidelidade à Fosun, 2014)		1,1	+1,0	-2,0
Recapitalização do Grupo Caixa Geral de Depósitos (2017/2017)	6,7	-1,0	+1,0	-0,5
Reprivatização e recompra da TAP (2015)	0,8 (dívida contingente)	0 (mantém posição acionista de 51%)	0,0	+0,15
Recapitalização e reprivatização da TAP (2020-2024)	3,3	0,8	+0,9	-0,5
Recapitalização da EFACEC	1,0, dos quais 50% em dívida contingente	0	+0,5	-0,1

Fonte: Tribunal de Contas, CGD, revista Sábado, Expresso, Jornal de Negócios e estimativas dos autores;

\* inclui estimativa da despesa com juros a preços correntes, que será acumulada entre 2015 e 2034.

*Recomendam-se, por conseguinte, as seguintes alterações à estratégia adotada pelo Estado para resgatar, recapitalizando, grandes empresas nacionais em dificuldade:*

1. Só devem ser resgatadas pelo Estado empresas consideradas estratégicas para o país, ao abrigo de legislação específica (Lei-Quadro) para o sector empresarial estratégico, que deve determinar que o Estado só pode reprivatizar a empresa resgatada após recuperar

integralmente o capital investido na recapitalização, ou após ter decorrido um período suficientemente lato (e.g., no mínimo 10 anos) de forma a estabilizar a empresa e a melhor preservar o valor do património público;

2. A condicionalidade da Ajuda de Estado negociada com a Direção Geral da Concorrência da Comissão Europeia deve acautelar a proteção do património público investido na recapitalização da empresa, nomeadamente recusar a obrigatoriedade de reprivatização da empresa resgatada num prazo muito curto, porque essa condicionalidade enfraquece a posição negocial do Estado no processo de privatização dessa empresa resgatada;
3. Os resgates e os processos de privatização de empresas estratégicas devem constar do Orçamento do Estado ou, se necessário, obrigar a um Orçamento do Estado retificativo, explicitando e quantificando o montante do investimento público.

## **5.5. RESUMO DAS MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PROPOSTAS**

O Quadro 5.11 resume as medidas de política económica propostas para promover uma redução da dívida externa de Portugal. Alterações positivas da posição de investimento internacional líquida representam melhorias dessa balança financeira que tendem a ser acompanhadas por uma redução (variação negativa) da dívida externa líquida do país. Alterações negativas da posição de investimento internacional líquida indicam deterioração dessa balança financeira.

Um primeiro grupo de medidas, relacionadas com o investimento público estruturante, pretende promover um aumento da procura interna e do stock de capital do país que contribua para promover melhorias da oferta do tecido empresarial português. O objetivo é que o investimento público resulte num significativo aumento do PIB e numa modesta deterioração em termos nominais da balança corrente e da posição de investimento internacional pelo que, considerando em percentagem do PIB, a deterioração da posição de investimento internacional do país seria pouco significativa. O investimento público é estimado em 80,5 mil milhões de euros no horizonte de 10 anos. Admitindo um multiplicador macroeconómico da despesa pública de 0,6, esse investimento público traduzir-se-ia num aumento do PIB nominal acumulado

Quadro 5.12 – Quadro resumo das medidas de política económica propostas – período 2025-2034

<b>Descrição</b>	<b>Volume global de investimento</b> (milhares de milhões de euros, a preços correntes)*	<b>Impacto na posição de investimento internacional líquida</b> (% do PIB)	<b>Impacto na balança corrente</b> (% do PIB, por ano)	<b>Impacto no saldo orçamental das Administrações Públicas</b> (% do PIB, por ano)	<b>Impacto na taxa de crescimento do PIB nominal</b> (p.p. do PIB, por ano)
5.1 – Investimento público estruturante	80,5	-3,0 a -7,0	-0,3 a -0,7	-1,5	+1,4
5.2 – Alterações à arquitetura da Área do Euro		+15,0	+1,5	+1,5	+0,8
5.3 – Política orçamental e política de gestão da dívida pública		~ 0,0	+0,2	+0,4	+0,3
5.4 – (Restrições a) privatizações com impacto adverso na dívida externa e na posição de investimento internacional		+8,0 a +12,0	+0,5	+0,5	+0,1

Fonte: Estimativas dos autores

de 48 mil milhões de euros nesse período, o equivalente a um aumento de 1,4% do PIB por ano, em média, excluindo o efeito de externalidades positivas desse investimento público na atividade económica do sector privado, que seriam igualmente não negligenciáveis. Ou seja, como referido no início da Secção 5, esta componente das medidas económicas propostas, teria um efeito significativo na melhoria da trajetória da sustentabilidade da dívida externa sobretudo pelo seu efeito na dinâmica de crescimento do PIB, contribuindo para colocar esta variável a crescer a taxas superiores à taxa de crescimento da dívida externa.

O objetivo da segunda medida proposta de política económica é que as alterações à Arquitetura do Euro venham a resultar num aumento das transferências orçamentais explícitas que compensem o país dos custos implícitos da moeda única para a economia portuguesa. A estimativa aqui incluída – de transferências orçamentais adicionais para Portugal de +1,5% do PIB por ano (para cerca de 2,5% do PIB por ano) – é, aliás, inferior à estimada por Alessandro Gasparotti and Matthias Kullas (2019) – de 13,6% do PIB por ano –, estimativa essa consistente com as estimativas apontadas no relatório MacDougall (1977) – entre 3% e 10% do PIB, podendo representar até 30% do PIB, no caso de regiões muito pobres.

O objetivo da terceira medida de política económica proposta é melhorar o processo orçamental e a transparência e escrutínio da política de gestão de dívida. Argumenta-se que uma melhor fundamentação técnica e melhores controlos ao endividamento público permitiriam obter ganhos de eficiência incrementais no saldo da balança corrente e de capital e no saldo orçamental, dessa forma contribuindo para a melhoria da sustentabilidade da dívida externa do país.

Por último, o objetivo da quarta medida de política económica proposta é enquadrar através de legislação específica a ação do Estado no âmbito de resgates a empresas em dificuldades, de forma a reduzir o impacto adverso dessas operações na dívida pública, na posição de investimento internacional líquida e na dívida externa.

## 6. CONCLUSÕES

O relatório analisa a evolução de diversas medidas da dívida externa de Portugal desde 1953. O quadro que traça não é animador. Em particular, a partir de meados de 1990, a dívida externa inicia uma trajetória de crescimento rápido que deixou essa variável em níveis muito elevados, com o país a destacar-se no presente por ser um dos quatro países desenvolvidos com posição de investimento internacional líquida mais negativa em percentagem do PIB e um dos países desenvolvidos com maior nível relativo de dívida externa líquida.

Ora a muito elevada dívida externa líquida do país, reflexo e sintoma, por um lado, de significativos e recorrentes défices crónicos da balança de bens e, por outro lado, óbice e fator de risco ao desenvolvimento sustentado e robusto da economia portuguesa, constitui um dos principais desafios para a política económica portuguesa. Neste contexto, é surpreendente constatar a ausência de estratégia e de políticas económicas públicas que procurem reduzir a dívida externa do país.

Este estudo visa, em primeiro lugar, chamar a atenção para esta lacuna das políticas económicas públicas e, em segundo lugar, demonstrar que é possível identificar e adotar estratégias bem como medidas de política económica concretas que podem contribuir para tornar a trajetória da dívida externa e as contas externas do país mais sustentáveis.

São identificadas e analisadas neste estudo algumas soluções possíveis para o problema da dívida externa, argumentando-se que são necessárias medidas de política económica inspiradas na literatura académica e na experiência



de outros países com elevada dívida externa no passado, mas adaptadas ao enquadramento económico-institucional da Área do Euro.

Em relação às políticas económicas que podem ser implementadas para responder à elevada dívida externa, a tese dominante das autoridades europeias e entre economistas é que estados-membros da Área do Euro com estruturas produtivas menos competitivas internacionalmente, como Portugal, devem procurar adotar medidas de política económica que sustentem e promovam um aumento da taxa de crescimento da produtividade, que deve crescer acima da taxa de crescimento da produtividade dos estados-membros da Área do Euro com estruturas produtivas mais fortes. Ora essa tese afigura-se não ter viabilidade entre outras razões porque o potencial de crescimento da produtividade de estados-membros com estruturas produtivas mais avançadas e com maior intensidade e complexidade tecnológica tende a ser mais elevado que o potencial de crescimento da produtividade de estados-membros com estruturas produtivas em estágios de desenvolvimento intermédios e com menor intensidade e complexidade tecnológica.

A consequência deste diferencial de crescimento da produtividade é a divergência real entre as economias mais avançadas e as menos desenvolvidas da Área do Euro. Esta divergência resulta numa tendência estrutural à Área do Euro para o crescimento da dívida externa dos estados-membros menos desenvolvidos desta união económica e monetária, em paralelo com o crescimento da posição credora dos estados-membros mais desenvolvidos dessa união. Com efeito, como se realça no relatório, a Área do Euro tem vindo progressivamente a transformar-se numa união de credores e devedores.

Neste estudo (vide Secção 5) são propostas medidas concretas de política económica que visam a melhoria da sustentabilidade da dívida externa do país, através de reduções marginais da taxa de crescimento da dívida externa líquida, acompanhada por aumentos incrementais da taxa de crescimento do PIB nominal. Ou seja, o objetivo das políticas económicas nacionais deve ser colocar a dívida externa líquida nominal a crescer a uma taxa inferior à taxa de crescimento do PIB nominal, melhorando o diferencial dessas duas taxas de crescimento. Na hipótese de se verificarem os pressupostos desta análise as medidas propostas têm um impacto potencial favorável na balança corrente e de capital de 1,5% do PIB por ano e na taxa de crescimento do PIB nominal de +2,6 pontos percentuais, o que permitiria reduzir a dívida externa líquida do país para níveis abaixo de 10% do PIB em cerca de 20 anos.

Primeiro, argumenta-se que o Governo deve procurar aumentar o stock de capital público do país, seguindo a estratégia adotada por outras economias em desenvolvimento e desenvolvidas, através da concretização de projetos de

investimento público estruturante de elevada dimensão económica (de, pelo menos, 1% do PIB cada), com externalidades positivas no muito longo prazo e taxas de rentabilidade interna muito baixas, projetos que contribuam para o crescimento do PIB, da produtividade e da competitividade internacional do país bem como para o desenvolvimento das capacidades e competências de empresas nacionais. Especificamente:

São propostas uma estratégia e uma metodologia para a seleção e para a implementação de projetos de investimento público estruturante de intensidade tecnológica adequada ao tecido empresarial português, procurando minimizar o impacto adverso desse investimento público na dívida externa do país.

São identificados potenciais investimentos públicos estruturantes: a construção de um novo aeroporto na área da grande Lisboa; investimento em transvases de água e centrais dessalinizadoras; e investimento no stock de habitação pública.

Segundo, uma União Económica e Monetária sem transferências orçamentais significativas dos estados-membros mais ricos, com excedentes das contas externas, para os estados-membros mais pobres, com défices das contas externas, não é a prazo viável, como salientado, entre outros, pelo relatório do grupo de peritos liderado por Donald MacDougall a pedido da Comissão Europeia, décadas antes do lançamento do euro (iniciado em 1974 e concluído em 1977), que argumentava que uma moeda única (e uma união monetária) seria impraticável sem transferências orçamentais muito mais significativas do que as transferências líquidas provenientes do Orçamento da União Europeia que ocorrem na atualidade. A moeda única impõe custos elevados à economia portuguesa. Por exemplo, Gasparotti e Kullas (2019) estimaram um impacto adverso para Portugal de 424 mil milhões de euros entre 1999 e 2017, i.e., 13,6% do PIB por ano.

Neste estudo argumenta-se que fragilidades na arquitetura da Área do Euro e da União Europeia se traduzem em subsídios implícitos às indústrias de bens e serviços (transacionáveis e não transacionáveis) das economias mais competitivas da Área do Euro e em impostos implícitos às indústrias de bens e serviços (transacionáveis e não transacionáveis) das economias menos competitivas da Área do Euro, nomeadamente a portuguesa. Esses efeitos (impostos implícitos, invisíveis para a generalidade dos agentes económicos) são de ordem de grandeza tão significativa que resultam numa tendência de agravamento da divergência da taxa de crescimento da produtividade entre estados-membros e, em consequência, dos desequilíbrios externos dos estados-membros menos competitivos da Área do Euro, como Portugal.

Assim, propõe-se o encetar de negociações a nível europeu, em articulação com outros estados-membros, de modo a procurar corrigir essas fragilidades através de transferências orçamentais para o Orçamento do Estado provenientes do Orçamento da União Europeia que compensassem o país pelos impostos implícitos e invisíveis que os seus sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente pagam em benefício dos sectores de bens e serviços transacionáveis internacionalmente das economias mais avançadas da Área do Euro.

Este é um tema que, sendo conhecido, é complexo e polémico e que enfrentará resistências por parte das autoridades dos estados-membros cujo tecido produtivo beneficia desses impostos implícitos. Mas defende-se que apenas com essas transferências seriam criadas condições de igualdade de concorrência (ou de menor desigualdade) que permitiriam ao tecido empresarial nacional competir – sem as desvantagens implícitas atualmente existentes – com empresas suas concorrentes sediadas nos estados-membros internacionalmente mais competitivos da Área do Euro.

Terceiro, neste estudo salienta-se a relevância da política orçamental e da política de gestão da dívida na balança corrente e de capital e na trajetória da dívida pública. Este estudo nota as muito significativas necessidades de refinanciamento de títulos de dívida pública de médio e longo prazo – cerca de 195 mil milhões de euros entre 2014 e 2023 – e o papel central da despesa com juros na dinâmica de crescimento da dívida pública, representando, em termos acumulados, 66 mil milhões de euros entre 2014 e 2023 e 196 mil milhões de euros entre 1970 e 2023 (73,4 pontos percentuais do PIB de 2023). Dados os elevados montantes financeiros das operações de gestão da dívida pública, defende-se que melhorias ao processo orçamental que resultem em melhor fundamentação técnica e financeira dos custos da política de gestão da dívida pública e dos riscos de refinanciamento se traduziriam numa redução incremental da despesa com juros com impacto favorável na balança corrente e de capital, uma vez que parte dessa dívida pública é detida por não residentes. Por outro lado, o estudo propõe alterações ao processo orçamental que limitem a capacidade dos governos em contrair dívida pública não prevista no Orçamento do Estado, sem estarem obrigados a submeter um Orçamento do Estado retificativo. Argumenta-se que um melhor controlo e escrutínio a estes designados ajustamentos défice-dívida contribuiriam para melhorar incrementalmente a dinâmica de crescimento da dívida pública.

Por último, no estudo é caracterizado e quantificado o elevado impacto adverso na dívida externa de resgates públicos a empresas estratégicas nacionais em dificuldades que são subsequentemente privatizadas a grupos económicos estrangeiros por montantes insignificantes e muito inferiores às injeções de capital público nas empresas resgatadas.

Argumenta-se que qualquer estratégia de consolidação das contas externas e de redução da dívida externa do país obriga a disciplinar a forma como o Estado português resgata empresas estratégicas nacionais, de forma a procurar melhor preservar o património público, evitando operações de que resultem enormes menos-valias para o erário público que se traduzem na deterioração da posição de investimento internacional líquida do país.

As medidas de política económica identificadas neste estudo teriam um impacto favorável na trajetória da dívida externa líquida do país, estimado pelos autores em cerca de 0,9% a 2,7% do PIB por ano ao longo da próxima década, *ceteris paribus*, contribuindo para melhorar a sustentabilidade da dívida externa líquida de Portugal.

Em conclusão, neste estudo mostra-se que há estratégias possíveis e medidas de política económica que podem ser empreendidas para procurar reduzir a dívida externa do país e para melhorar a sua trajetória de sustentabilidade. Como é evidente as políticas propostas neste estudo não esgotam as que a resolução de um problema que condiciona de modo tão significativo a economia portuguesa – a sustentabilidade da dívida externa – exige. Constituem apenas um contributo, que se nos afigura válido, para o reduzir de forma significativa.



## 7. REFERÊNCIAS

Aalbers, M., e A. Holm 2008. "Privatising social housing in Europe: The cases of Amsterdam and Berlin". *Urban trends in Berlin and Amsterdam* 110: 12-23.

Abiad, A., D. Furceri, e P. Topalova 2016. "The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies". *Journal of Macroeconomics* 50: 224-240.

Abreu, A., H. Mendes, J. Rodrigues, J. Gusmão, N. Serra, N. Teles, P. Alves, e R. Mamede 2013. *A crise, a troika e as alternativas urgentes*. Lisboa: Tinta da China.

AEI 2023. "Chinese Investments and Contracts in Portugal (2005-2022)". *China Global Investment Tracker*. Disponível em <https://www.aei.org/china-global-investment-tracker/>

Alcobia, J., e R. Cabral 2024. "The Dutch Disease of the Euro Area Peripheral Member States". *Review of Political Economy*, 1-37. <https://doi.org/10.1080/09538259.2024.2422450>

Alesina, A., S. Ardagna, R. Perotti, e F. Schiantarelli 2002. "Fiscal policy, profits, and investment". *American Economic Review* 92(3): 571-589.

Alesina, A., R. Perotti, e J. Tavares 1998. "The political economy of fiscal Adjustments". *Brookings Papers on Economic Activity*: 197-266.

Alesina, A. 2010. "Fiscal adjustments: Lessons from recent history". *Artigo preparado para a reunião do ECOFIN em Madrid*, 15 de abril.

Alesina, A., e S. Ardagna 2010. "Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending". *Tax Policy and the Economy* 24: 35-68.

Allegra, M., e S. Tulumello 2023. "Habitação e Gentrificação". Em: Chamusca, P. e Bento-Gonçalves, A. (eds.) *Os Desafios (Geográficos) da Governação Territorial*, 223-235.

Antão, P., M. Boucinha, L. Farinha, A. Lacerda, C. Leal, e N. Ribeiro 2009. "Integração Financeira, estruturas financeiras e as decisões das famílias e das empresas", Em: Banco de Portugal, *A Economia Portuguesa no contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*. Lisboa: Departamento de Estudos Económicos, 423-561.

Araujo, R., e G. Lima 2007. "A structural economic dynamics approach to balance-of-payments-constrained growth". *Cambridge Journal of Economics* 31(5): 755-774.

Azarova, A., D. Irdam, A. Gugushvili, M. Fazekas, G. Scheiring, P. Horvat, D. Stefler, I. Kolesnikova, V. Popov, I. Szelenyi, D. Stuckler, M. Marmot, M. Murphy, M. McKee, M. Bobak, e L. King 2017. "The effect of rapid privatisation on mortality in mono-industrial towns in post-Soviet Russia: a retrospective cohort study". *The Lancet Public Health* 2(5): 231-238. [https://doi.org/10.1016/S2468-2667\(17\)30072-5](https://doi.org/10.1016/S2468-2667(17)30072-5).

Bahaj, S., e R. Reis 2022. "Jumpstarting an international currency". *CEPR Discussion Paper No. DP14793*.

Balassa, B. 1967. "Trade creation and trade diversion in the European common market". *The Economic Journal* 77: 1-21.

Baldwin, R. E., e F. Giavazzi, (Eds.) 2015. *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible remedies* (Vol. 7). London: CEPR Press.

Barba, A., e G. de Vivo 2013. "Flawed currency areas and viable currency areas: External imbalances and public finance in the time of the euro." *Contributions to Political Economy* 32(1): 73-96.

Barradas, R., S. Lagoa, E. Leão, e R. Mamede 2018. "Financialization in the European periphery and the sovereign debt crisis: the Portuguese case". *Journal of Economic Issues*, 52(4): 1056-1083.

Barro, R. 1974. "Are government bonds net wealth?" *Journal of Political Economy* 82(6): 1095-1117.

Bas, A., M. Paköz, e F. Eren. 2018. "The economic and environmental impact of Istanbul's grand airport project on the urban structure and behaviour of Istanbul". Em: Gavin, I. (Ed.), *Airports, cities and urban development*. Paris: ECTP-CEU Young Planners Workshop e-book, 38-52.

Batavia, B., e P. Nandakumar 2016. "Did EMU membership cause the 'Dutch Disease' in the PIGS nations?" *Global Finance Journal* 31: 31-41.

BdP 2023. "O que é a dívida externa?" Banco de Portugal. Disponível em <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/publicacoes/1356>

Beneito, P., e C. Cháfer 2020. "Capital inflows and costs: The role of the euro." *Open Economies Review* 31(5): 977-1008.

Blanchard, O. 2007. "Current account deficits in rich countries". *IMF staff papers* 54(2): 191-219.

Blanchard, O., M. Griffiths, e B. Gruss 2013. "Boom, bust, recovery: Forensics of the Latvia crisis". *Brookings Papers on Economic Activity*: 325-388.

Blanchard, O. e F. Giavazzi 2002. "Current account deficits in the euro area: The end of the Feldstein-Horioka puzzle?" *Brookings Papers on Economic Activity* 33(2): 147-210.

Blyth, M. 2013. *Austerity: The history of a dangerous idea*. New York: Oxford University Press.

Botta, A. 2014. "Structural asymmetries at the roots of the eurozone crisis: What's new for industrial policy in the EU?" *PSL Quarterly Review* 67(269): 169-216.

Botta, A., e B. Tippet 2022. "Secular stagnation and core-periphery uneven development in post-crisis Eurozone". *Competition & Change* 26(1): 3-28.

Botta, A., B. Tippet, e Ö. Onaran 2018. "Divergence between the core and the periphery and secular stagnation in the Eurozone". *Greenwich papers in political economy No. GPERC63*.

Botta, A., G. T. Yajima, e G. Porcile 2022. "Structural change, productive development, and capital flows: Does financial 'bonanza' cause premature deindustrialization?" *Levy Economics Institute Working Papers Series* 1-46.

Bresser-Pereira, L., e P. Gala 2007. "Why foreign savings fail to cause growth". *Brazilian Journal of Political Economy* 27(1): 3-19.

Bresser-Pereira, L. C., e P. Rossi. 2015. "Sovereignty, the exchange rate, collective deceit, and the euro crisis". *Journal of Post Keynesian Economics* 38(3): 355-375.

Buchheit, L. e M. Gulati 2010. "Restructuring a nation's debt" (preprint, "How to restructure Greek debt".) *International Financial Law Review* 29: 46-49.

Cabral, R. 2011. "Dívida: Como explicar o crescimento da dívida externa nacional desde 1996?" Em: Barreto, A., ed. *Anuário XXI, Ter opinião 2012: Dias inquietos*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos, 24-33.

Cabral, R. 2019. "O dinheiro não traz felicidade, mas ajuda..." Público, 13 de maio.



Cabral, R. 2020a. "O euro dos nossos sonhos?" *Público*, 21 de setembro. Disponível em <https://www.publico.pt/2020/09/21/opiniao/noticia/euro-sonhos-1932235>

Cabral, R. 2020b. "Uma política de gestão da dívida pública que sai cara". Em: Paes Mamede, R., e P. Adão e Silva (coords.), *O Estado da nação 2020: Valorizar as políticas públicas*. Lisboa: IPPS-ISCTE, 65-71.

Cabral, R. 2022. "Perspetiva sobre a solução aeroportuária para a Grande Lisboa", *Conferência Solução aeroportuária para a Grande Lisboa organizada pela Ordem dos Engenheiros e pela Ordem dos Economistas*, 29 de setembro.

Cabral, R., e R. Sousa 2019. "Os 20 anos do euro: o problema das lentes a 'preto e zero'". *Público*, 23 de outubro. Disponível em <https://www.publico.pt/2019/10/23/economia/analise/20-anos-euro-problema-lentes-preto-zero-1890782>

Cabral, R., D. Veiga, e C. Andini 2025. "Accounting for seigniorage in debt sustainability analysis". *Forthcoming, IZA Policy Papers*.

Calvo, G. 1983. "Staggered prices in a utility-maximizing framework." *Journal of Monetary Economics* 12(3): 383-398.

Canarias, V. 2024. *Evolução das despesas com pessoal nas Administrações Públicas em Portugal: 1986 A 2023*. Dissertação de Mestrado, ISEG, Universidade de Lisboa.

Carvalho, V., e G. Lima 2009. "Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento económico: A experiência brasileira". *Economia e Sociedade* 18: 31-60.

Chang, H. 2008. *Bad Samaritans: The guilty secrets of rich nations and the threat to global prosperity*. Random House.

Celi, G., A. Ginzburg, D. Guarascio, e A. Simonazzi 2018. *Crisis in the European monetary union*. London: Routledge.

Cimoli, M., Porcile, G., e S. Rovira 2010. "Structural change and the BOP-Constraint: Why did Latin America fail to converge?" *Cambridge Journal of Economics* 34(2): 389-411.

Clapham, D. 2019. *Remaking Housing Policy: An International Study*. Abingdon, Oxon: Routledge.

CNN 2020. "Espanha reabre a guerra pela água e vai reduzir em 40% o transvase do Tejo". CNN Portugal, 27 de setembro.

Cohen, D. 1993. "Growth and external debt". *CEPR Discussion Papers* No. 778.

Cohen, D. 1997. *Growth and external debt: A new perspective on the African and Latin American tragedies* (Vol. 9715). London: Centre for Economic Policy Research.

Collins, S., e W. Park 1989. "External debt and macroeconomic performance in South Korea". Em: J. Sachs (Ed.), *Developing country debt and the world economy* (pp. 121-140). Chicago: University of Chicago Press.

Constâncio, V. 2000. *Discurso de tomada de posse do Governador do Banco de Portugal*, Lisboa, 23 de fevereiro

Creemers, W., e R. Slingerland 2007. "Impact of intermediate stops on long-range jet-transport design". Em: *7th AIAA ATIO Conf, 2nd CEIAT Int'l Conf on Innov and Integr in Aero Sciences, 17th LTA Systems Tech Conf; followed by 2nd TEOS Forum* (p. 7849).

Das, U., M. Papaioannou, e C. Trebesch 2012. "Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature survey, data, and stylized facts". *International Monetary Fund Working Papers n° 12/203*.

Davies, B., M. Thoms, e M. Meador 1992. "The ecological impacts of inter-basin water transfers and their threats to river basin integrity and conservation". *Aquatic Conserv. Marit. Freshwater Ecosyst.* 2: 325-349

de Cecco, M., e A. Giovannini 1989. *A European central bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS*. Cambridge: Cambridge University Press.

de Grauwe, P. 2013. "The European Central Bank as lender of last resort in the government bond markets". *CESifo Economic Studies* 59(3): 520-535.

de Grauwe, P., e Y. Ji 2018. "Financial engineering will not stabilise an unstable euro area". *Bretton Woods, Brussels, and Beyond*, 117.

DN 2011. "Casos de PPP". Lisboa: Diário de Notícias, 12 de janeiro. Disponível em <https://www.dn.pt/dossiers/sociedade/grande-investigacao-dn/noticias/casos-de-ppp-1754462.html>

Drago, A. 2020. "Habitação", Em: Mamede, R. e P. Silva (coords.) *O Estado da nação 2020: Valorizar as políticas públicas*, Lisboa: IPPS-ISCTE, 99-106.

Dreher, A. e S. Walter 2008. "Does the IMF help or hurt? The effect of IMF programs on the likelihood and outcome of currency crises". *World Development* 38(1): 1-18

European Commission (EC) 2011. *Macroeconomic imbalance procedure*. Disponível em: [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance_en)

Ehmer, P. 2014. "The impact of diverging economic structure on current account imbalances in the euro area". *Discussion Papers No. 27/2014*, Universität Witten/Herdecke, Fakultät für Wirtschaftswissenschaft, Witten.

Eichengreen, B., C. Macaire, A. Mehl, E. Monnet, e A. Naef 2022. "Is capital account convertibility required for the renminbi to acquire reserve currency status?" *CEPR Discussion Paper No. DP17498*.

Eichengreen, B. 1996. *Golden fetters: The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York, NY: Oxford Academic Press.

Eichengreen, B., e M. Flandreau 2010. "The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the Dollar as an international currency, 1914-39". *BIS Working Paper No. 328*.

Eren, E., e S. Malamud 2022. "Dominant currency debt". *Journal of Financial Economics* 144: 571-589.

EY e CTP 2023. *O custo da não decisão sobre a implementação do Novo Aeroporto de Lisboa*. Disponível em <https://ctp.org.pt/noticias/o-custo-da-nao-decisao-sobre-a-implementacao-do-novo-aeroporto-de-lisboa>

Febrero, E., J. Uxó, e F. Bermejo 2018. "The financial crisis in the Eurozone: A balance-of-payments crisis with a single currency?" *Review of Keynesian Economics* 6: 221-239.

Feenstra, R., R. Inklaar, e M. Timmer 2015. "The next generation of the Penn World Table". *American Economic Review* 105(10): 3150-3182.

Felipe, J., e U. Kumar 2014. "Unit labor costs in the Eurozone: The competitiveness debate again". *Review of Keynesian Economics* 2(4): 490-507.

Ferreira, V. 2022. "Lost in consolidation? Declining public investment, multiplier effects and alternatives to the path of fiscal consolidation in Portugal". *Journal of Post Keynesian Economics*, 45(3): 359-385.

FMI 2009. *Balance of payments and international investment position manual (6th edition)*. Washington, DC: International Monetary Fund.

FMI 2023. *Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)*. [Base de dados] Disponível em <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4&sid=1408206195757>

FMI 2019. "Estimating the stock of public capital in 170 countries". *Base de dados*, Washington, DC: International Monetary Fund. Agosto. Disponível em [https://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/pdf/csupdate\\_aug19.pdf](https://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/pdf/csupdate_aug19.pdf)

FMI 2003. *External Debt Statistics: debt statistics: A guide for compilers and users*. Washington, DC: International Monetary Fund.

FMI 2022. *External sector report: Pandemic, war, and global imbalances*. Washington, DC: International Monetary Fund.

Frankel, J. 2011 "The rise of the renminbi as international currency: Historical precedents". *VoxEU.org*, 10 de outubro.

Furtado, F. 2020. *A ferrovia em Portugal: passado, presente e futuro*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.

Gala, P., I. Rocha, e G. Magacho 2018. "The structuralist revenge: Economic complexity as an important dimension to evaluate growth and development". *Brazilian Journal of Political Economy* 38(2): 219-236.

Gasparotti, A., e M. Kullas 2019. "20 years of the Euro: Winners and losers. An empirical study". *Freiburg: Centre for European Policy*: 1-20.

Gaulier, G., e V. Vicard 2012. "Current account imbalances in the euro area: Competitiveness or demand shock". *Quarterly Selection of Articles - Bulletin de la Banque de France*, Banque de France 27: 5-26

Gelpern, A., S. Horn, S. Morris, B. Parks, e C. Trebesch 2022. "How China lends: A rare look into 100 debt contracts with foreign governments". *Economic Policy* 38(114): 345-416.

Giavazzi, F., e L. Spaventa 2010. "Why the current account matters in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro Area". *CEPR Discussion Paper No. DP8008*.

Gouvêa, R., e G. Lima 2010. "Structural change, balance-of-payments constraint, and economic growth: Evidence from the multisectoral Thirlwall's law". *Journal of Post Keynesian Economics* 33(1): 169-204.

Grabner, C., e J. Hafele 2020. "The emergence of core-periphery structures in the european union: A complexity perspective". *ZOE Discussion Papers* 6: 1-19.

Grabner, C., P. Heimberger, J. Kapeller, e B. Schütz 2020. "Is the Eurozone disintegrating? Macroeconomic divergence, structural polarisation, trade and fragility". *Cambridge Journal of Economics* 44(3): 647-669.

Grant, E., H. Lynch, R. Muneeppeerakul, M. Arunachalam, I. Rodriguez-Iturbe, et al. 2012. "Interbasin water transfer, riverine connectivity, and spatial controls on fish biodiversity". *PLoS ONE* 7: e34170.

Green, J., 2002. "Greener by design - The technology challenge". *Aeronautical Journal* 106(1056): 57-113

Gros, D. 2015. "The Eurozone crisis as a sudden stop: It is the foreign debt which matters". *VoxEU.org*, 7 September.

Gupta, S., A. Kangur, C. Papageorgiou, e A. Wane 2014. "Efficiency-adjusted public capital and growth". *World development* 57: 164-178.

Hahn, A., 2007. "Staging airliner service. NASA Langley Research Center", *7th AIAA Aviation Technology, Integration and Operations Conference, Belfast, Northern Ireland*.

Hamilton, A. 1791. *Report on manufactures*. DigiCat.

Hartjes, S, e F. Bos 2015. "Evaluation of intermediate stop operations in long-haul flights", *Transportation Research Procedia* 10: 951-959. doi: 10.1016/j.trpro.2015.09.049

Hausmann, R., J. Hwang, e D. Rodrik 2007. "What you export matters". *Journal of Economic Growth* 12: 1-25.

Hidalgo, C. A. 2021. "Economic complexity theory and applications". *Nature Reviews Physics*, 3(2): 92-113.

Hidalgo, C., e R. Hausmann 2009. "The building blocks of economic complexity". *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(26): 10570-10575.

Hilpinen, J. 2007. "Finish balance of payments: An overview of the past and future prospects." *Bank of Finland, Financial Markets and Statistics*: 1-20.

Horn, S., B. Parks, C. Reinhart, e C. Trebesch 2023. "China as an international lender of last resort". *National Bureau of Economic Research Working Paper No. w31105*.

Housing Europe 2021. "The state of housing in Europe". *State of Housing in Europe*.

Hutchison, M., e I. Noy 2003. "Macroeconomic effects of IMF-sponsored programs in Latin America: Output costs, program recidivism and the vicious cycle of failed stabilizations." *Journal of International Money and Finance* 22(7): 991-1014.

Idealista 2021. "Bolha imobiliária em Portugal e na Europa? O que dizem os dados do Eurostat". Lisboa: Idealista, 12 de janeiro. Disponível em <https://www.idealista.pt/news/imobiliario/internacional/2021/08/10/48433-bolha-imobiliaria-em-portugal-e-na-europa-o-que-dizem-os-dados-do-eurostat>.

INE 2023. *Contas nacionais trimestrais*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, 31 de maio.

Irwin, D. 2017. *Clashing over commerce: A history of US trade policy*. Chicago: University of Chicago Press.

Jawadi, F., R. Sousa, e R. Traverso 2017. "On the macroeconomic and wealth effects of unconventional monetary policy". *Macroeconomic Dynamics* 21(5): 1189-1204.

Jeremy, B., e K. Rogoff 1989. "Sovereign debt: Is to forgive to forget?" *American Economic Review* 79(1): 43-50.

Jorra, M. 2012. "The effect of IMF lending on the probability of sovereign debt crises". *Journal of International Money and Finance* 31(4): 709-725. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.01.010>

Kaldor, N. 1955. "Alternative theories of distribution". *Review of Economic Studies* 23: 83-100.

Kaldor, N. 1966. *Causes of the slow rate of economic growth in the UK*. Cambridge: Cambridge University Press.

Kaldor, N. 1970. "The case for regional policies". *Scottish Journal of Political Economy* 17(3): 337-348.

Kenen, P. 1969. "'The theory of optimum currency areas: An eclectic view'". Em: R. Mundell e A. Swoboda (eds), *Monetary problems of the international economy*. Chicago: University of Chicago Press.

Kenway, G., R. Henderson, J. Hicken, N. Kuntawala, D. Zingg, J. R. Martins, e R. McKeand 2010. "Reducing Aviation's Environmental Impact Through Large Aircraft For Short Ranges". Em: *48th AIAA Aerospace Sciences Meeting Including the New Horizons Forum and Aerospace Exposition* (p. 1015).

Kettunen, H., e H. Ruonavaara 2021. "Rent regulation in 21st century Europe. Comparative perspectives". *Housing Studies* 36(9): 1446-1468.

Keynes, J. 1919. *The economic consequences of peace*. London: Macmillan.

Keynes, J. 1923. *A tract on monetary reform*. London: Macmillan.

Keynes, J. 1936. *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan.

Keynes, J. 1943. "Proposals for an international clearing union". Em: Horsefield, J. (1969) *The International Monetary Fund 1945-1965*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Kholodilin, K., e C. Michelsen 2018. "Signs of new housing bubble in many OECD countries: Lower risk in Germany". *DIW Weekly Report* 8(30/31): 275-285.

Krueger, A., e A. Tornell 1999. *The role of bank restructuring in recovering from crises: Mexico 1995-98*.



Lane, P., e G. Milesi-Ferretti 2001. "The external wealth of nations: Measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries". *Journal of international Economics* 55(2): 263-294.

Lapavitsas, C., A. Kaltenbrunner, D. Lindo, J. Michell, J. Paineira, E. Pires, e N. Teles 2010. "Eurozone crisis: Beggar thyself and thy neighbour". *Journal of Balkan and Near Eastern Studies* 12(4): 321-373.

Lapavitsas, C., A. Kaltenbrunner, G. Lambrinidis, D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J. Paineira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors, N. Teles, e L. Vatikiotis 2012. *Eurozone in Crisis*, London: Verso Books.

Lavoie, M. 1992. *Foundations of post-keynesian economic analysis*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Lazonick, W., e M. O'Sullivan 2000. "Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance". *Economy and society* 29(1): 13-35.

León-Ledesma, M. A. 2002. "Accumulation, innovation and catching-up: An extended cumulative growth model". *Cambridge Journal of Economics* 26(2): 201-216.

List, F. 1856. *National system of political economy*. JB Lippincott & Company.

Mamede, R. 2020. "Explicações alternativas para a crise do euro e suas implicações". *Análise Social* 55(3): 626-652.

Mamede, R. 2015. "Financial (in)stability and industrial growth: The cases of Italy and Portugal". *University Institute of Lisbon*, 1-25.

Manasse, P., e N. Roubini 2009. "'Rules of thumb' for sovereign debt crises". *Journal of International Economics* 78: 192-205.

Mankiw, N., e R. Reis 2002. "Sticky information versus sticky prices: A proposal to replace the New Keynesian Phillips curve". *The Quarterly Journal of Economics* 117(4): 1295-1328.

Martins, D., e R. Mamede 2022. "Alternative views on Portuguese stagnation: From the Euro's inception to the COVID-19 pandemic". *International Journal of Political Economy* 51(1): 49-64.

Mata, M., e N. Valério 1998. "Dívida pública externa e crescimento económico em Portugal (1830-1914)". *Notas económicas* 11: 121-130.

McCombie, J., e A. Thirlwall 1994. "The balance-of-payments constraint as an explanation of international growth rate differences". Em: *Economic growth and the balance-of-payments constraint*. London: Palgrave Macmillan, 232-261.

Melo, P. C., B. Rocha, N. Afonso, e J. Silva 2021. "Motorways, urban growth, and suburbanisation: Evidence from three decades of motorway construction in Portugal", *REM Working Paper 0174-2021*.

Milesi-Ferretti, G. 2022. "The external wealth of nations database," The Brookings Institution (based on Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2018, "The external wealth of nations revisited: International financial integration in the aftermath of the global financial crisis," *IMF Economic Review* 66: 189-222.)

Missio, F., e F. Jayme 2012. "Structural heterogeneity and endogeneity of elasticities on the balance of payments constrained growth model." Em: E. Soukiazis e P. Cerqueira (eds.), *Models of balance of payments constrained growth*. London: Palgrave Macmillan, 239-267.

Mundell, R. 1961. "A theory of optimum currency areas". *American Economic Review* 51(4): 657-665.

Neagu, O., e M. Teodoru 2019. "The relationship between economic complexity, energy consumption structure and greenhouse gas emission: Heterogeneous panel evidence from the EU countries". *Sustainability* 11(2): 497, 1-29. doi:10.3390/su11020497.

Obstfeld, M., e K. Rogoff 1995. "Exchange rate dynamics redux". *Journal of Political Economy* 103: 624-660.

Obstfeld, M., e K. Rogoff 1996. *Foundations of international macroeconomics*. Cambridge: MIT Press.

Papi, L., A. Presbitero, e A. Zazzaro 2015. "IMF lending and banking crises". *IMF Working Paper* 15/19.

Pattillo, C., H. Poirson, e L. Ricci 2011 "External debt and growth". *Review of Economics and Institutions* 2: Article 2.

Pereira, A., e R. Pereira 2016. Investimentos em infraestruturas em Portugal. *Lisbon, Portugal: Fundação Francisco Manuel dos Santos*.

Perotti E., e O. Soons 2020. "The euro: A transfer union from the start". *VoxEU.org*, 18 February. <https://cepr.org/voxeu/columns/euro-transfer-union-start>

Philip. R., e G. Milesi-Ferretti 2017. "International financial integration in the aftermath of the Global Financial Crisis". *IMF Working Paper* 17/115.

Phillips, A. 1958. "The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957". *Economica* 25: 283-299.



Piton, S. 2017. "Economic integration and the non-tradable sector: The European experience." Paper presented at 25th CEPR European Summer Symposium in International Macroeconomics (ESSIM), London, UK, 1-33.

PNI2030 2020. *Programa Nacional de Investimentos 2030*. Lisboa: Ministério das Infraestruturas e da Habitação, do Ambiente e da Ação Climática e da Agricultura, 22 de outubro.

Reinhart, C., e K. Rogoff 2009. *This time is different*. Princeton: Princeton University Press.

Reinhart, C., K. Rogoff, e M. Savastano 2003. "Debt intolerance". *Brookings Papers on Economic Activity* 34: 1-74.

Reis, J. 2019. *O GEBEI: Um pensamento económico estruturado na periferia da Europa. A ciência económica em Portugal: uma história recente*, Almedina: 21-59.

Reis, R. 2013. "The Portuguese slump and crash and the euro-crisis". *Brookings Papers on Economic Activity*, 46(1): 143-193.

Remmer, K. 1986. "The politics of economic stabilization: IMF standby programs in Latin America, 1954-1984". *Comparative Politics* 19(1): 1-24.

Reuters. 2014. "Beijing to tap water from thousands of kilometers away". *Reuters*, 12 de outubro.

Ricardo, D. 1817. *On the principles of political economy and taxation*.

Robinson, J. 1947. *Essays in the theory of employment* (2nd edition). Oxford: Basil Blackwell. First published in 1937.

Rodrik, D. 2008. "The real exchange rate and economic growth". *Brookings Papers on Economic Activity* 39(2): 365-386.

Rodrigues, J., A. Santos e N. Teles 2016. "Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal". *Review of International Political Economy* 23(3): 480-510.

Romp, W., e J. Haan. 2007. "Public capital and economic growth: A critical survey". *Perspektiven der wirtschaftspolitik* 8(Supplement): 6-52.

Santos, L. 2001. "A crise financeira de 1891: Uma tentativa de explicação". *Análise Social*: 185-207.

Santos, A., N. Teles, e N. Serra 2014. "Finança e habitação em Portugal". *Cadernos do Observatório* (2): 1-59.

Santos, A., N. Teles, e N. Serra 2015. "Finance and housing provision in Portugal". Fessud Working Paper n 79; Leeds: FESSUD project.

Shambaugh, J. 2012. "The euro's three crises". *Brookings Papers on Economic Activity, Spring* (1):157–211.

Shumilova, O., K. Tockner, M. Thieme, A. Koska, e C. Zarfl 2018. "Global water transfer megaprojects: A potential solution for the water-food-energy nexus?" *Frontiers in Environmental Science* 6: 150.

Simonazzi, A., A. Ginzburg, e G. Nocella 2013. "Economic relations between Germany and southern Europe". *Cambridge Journal of Economics* 37(3): 653-675.

Sinn, H. 2014. *The euro trap: On bursting bubbles, budgets, and beliefs*. Oxford: Oxford University Press.

Skidelsky, R. 1992. *John Maynard Keynes: Volume 2: The economist as saviour, 1920-1937*. London: Macmillan.

Skidelsky, R. 1996. "The influence of the Great Depression on Keynes's 'General Theory'". *History of Economics Review* 25: 78-87.

Smith, A. 1776. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations: Volume One*. Chicago: University of Chicago Press (republicação: 1977).

Soukiazis, E., P. Cerqueira, e M. Antunes 2013. "Growth rates constrained by internal and external imbalances and the role of relative prices: Empirical evidence from Portugal." *Journal of Post Keynesian Economics* 36(2): 275-298.

Sousa, R. 2023. "(Portuguese) External debt: Two 'inconvenient' truths". *Workshop sobre a dívida externa organizada pela Confederação de Comércio e Serviços de Portugal*, 23 de junho, Lisboa.

Steil, B. 2013. *The battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the making of a new World order*. Princeton: Princeton University Press.

Stiglitz, J. 2016. *The euro: How a common currency threatens the future of Europe*. WW Norton & Company.

Stockhammer, E., e D. Sotiropoulos 2014. "Rebalancing the euro area: The costs of internal devaluation". *Review of Political Economy* 26(2): 210-233.

Storm, S. e C. Naastepad 2015. "Europe's hunger games: Income distribution, cost competitiveness and crisis". *Cambridge Journal of Economics* 39(3): 959-986.

Sturzenegger, F., e J. Zettelmeyer 2007. *Debt defaults and lessons from a decade of crises*. MIT press.

Sturzenegger F., e J. Zettelmeyer 2008. "Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005". *Journal of International Money and Finance* 27: 780-805.

Swan, T. 1956. "Economic growth and capital accumulation". *Economic Record* 32(2): 334-361.

Tarik, C. 2023. The Roundtable #56: Tarik Cyril Amar, Alexander Mercouris, minuto 60. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=XHUMk1JGrqY>, 27 de abril.

Teixeira, A., E. Silva, e R. Mamede (eds.) 2014. *Structural change, competitiveness and industrial policy: Painful lessons from the European periphery*. Abingdon: Routledge.

Thirlwall, A. 1979. "The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences". *BNL Quarterly Review* 32(128): 45-53.

Valério, N. (Coord.) 2001. "Estatísticas históricas portuguesas". Lisboa: INE.

Veiga, D. 2024. *A gestão da dívida pública nos últimos cinquenta anos: como gerimos a nossa dívida?* Dissertação de mestrado, ISEG, Universidade de Lisboa.

Verspagen, B. e K. Wakelin 1993. "International competitiveness and its determinants." *Maastricht: MERIT* 93-008.

Wang, M. 2019. "Foreign direct investment and foreign reserve accumulation". Em: *Economic Fluctuations Colloquium and Monetary Colloquium* (Vol. 8, pp. 1-61).

Weber, I. 2021. *How China escaped shock therapy*. Abingdon: Routledge.

Whyte, P. 2010. "Why Germany is not a model for the Eurozone". *Centre for European Reform*, London, 1-12.

World Bank 2023a. *Reserves and related items (BoP, current US\$)*. Base de dados. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/BN.RES.INCL.CD>

World Bank 2023b. *External debt stocks, total (DOD, current US\$)*. Base de dados. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD>

World Bank 2023c. *GDP (current US\$)*. Base de dados. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

World Bank 2023d. *Net capital account (BoP, current US\$)*. Base de dados. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/BN.TRF.KOGT.CD>

World Bank 2023e. *Current account balance (BoP, current US\$)*. Base de dados. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD>

Zettelmeyer, J., C. Trebesch, e M. Gulati 2013. "The Greek debt restructuring: An autopsy". *Economic Policy* 28: 513-563.

Zimmer, T. 2017 "Gentrification as injustice: A relational egalitarian approach to urban housing". *Public Affairs Quarterly* 31: 51-80.

Zhuang, W. 2016. "Eco-environmental impact of inter-basin water transfer projects: A review". *Environ. Sci Pollut Res* 23: 12867-12879.



Cofinanciado pela  
União Europeia