

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

CRISES ECONÓMICAS

GÉNESE, IMPACTO E CONSEQUÊNCIAS NA ECONOMIA PORTUGUESA

Verónica Alexandra Violante Reganha

Lisboa, Fevereiro de 2023

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

CRISES ECONÓMICAS

GÉNESE, IMPACTO E CONSEQUÊNCIAS NA ECONOMIA PORTUGUESA

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise financeira, realizada sob a orientação científico prof. Doutor Orlando Manuel da Costa Gomes, Professor na área de Economia e Mercados Financeiros.

Constituição do Júri:

Professor Doutor Jorge Sequeira – Presidente
Professor Doutor Fernando Martins – Arguente
Professor Doutor Orlando Gomes - Vogal

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha família, em especial aos meus pais Graça e António, à minha irmã Liliana, aos meus avós Ana Maria e Domingos, e ao João, pelo apoio e compreensão durante toda a minha jornada.

EPÍGRAFE

“É urgente eliminarmos da mente humana a ingênua suposição de que seja possível sairmos da grave crise em que estamos mergulhados, usando o mesmo pensamento que a produziu.”

Albert Einstein.

AGRADECIMENTOS

Um trabalho com esta dimensão, que assinala o final de uma longa caminhada académica, não poderia passar sem o agradecimento a todos aqueles que tornaram possível a sua realização.

Ao Professor Doutor Orlando Manuel da Costa Gomes, por toda a orientação e conhecimentos transmitidos ao longo da elaboração deste trabalho, pela sua dedicação, paciência e disponibilidade que demonstrou, estando sempre acessível para me ajudar.

A todos os professores com quem tive oportunidade de me cruzar ao longo deste percurso académico, que me moldaram e formaram, não só como profissional, mas também como pessoa.

Ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração pela forma como se adaptou, com rapidez e eficácia, a novos métodos de ensino e avaliação que esta nova realidade nos veio trazer no último ano.

Um obrigado especial à minha família e amigos, que foram incansáveis e sempre me acompanharam nesta caminhada, oferecendo o seu apoio e motivação.

A todos, muito obrigada.

RESUMO

O presente estudo tem como propósito caracterizar as principais causas e consequências das crises económicas na Economia Portuguesa de forma a ajudar e informar os stakeholders que necessitam de tomar decisões em contextos económicos particularmente desafiantes.

Para apurar tais causas e consequências é realizada uma análise comparativa dos indicadores económicos entre as grandes crises financeiras através do cálculo do R ajustado, permitindo uma reflexão sobre a relação entre os mesmos nos diferentes momentos de crise.

Para identificar o momento em que as recessões começaram e acabam, é tomado como referência principal o seguinte conjunto de indicadores: o produto interno bruto, o desemprego, taxa de inflação e índice de confiança.

Palavras-chave: Economia Portuguesa; Indicadores Económicos; Ciclos Económicos; Crise; Crise Económica.

ABSTRACT

This study aims to characterize the main causes and consequences of economic crises in the Portuguese economy in order to help and inform stakeholders who need to make decisions in particularly challenging economic contexts.

To determine such causes and consequences, a comparative analysis of economic indicators between major financial crises is carried out by calculating the adjusted R, allowing a reflection on the relationship between them in different moments of crisis.

To identify the moment when recessions began and ended, the following set of indicators is taken as the main reference: gross domestic product, unemployment, inflation rate and confidence index.

Keywords: Portuguese Economy; Economic indicators; Business Cycles; Crisis; Economic crisis.

ÍNDICE

<i>Dedicatória</i>	3
<i>Epígrafe</i>	4
<i>Agradecimentos</i>	5
<i>Resumo</i>	6
<i>ABSTRACT</i>	7
<i>Índice</i>	8
<i>Índice de Figuras</i>	9
<i>Índice de Tabelas</i>	8
<i>Introdução</i>	11
<i>1. Ciclos Económicos</i>	15
<i>2. Teoria Keynesiana</i>	25
<i>3. Política Monetária</i>	30
<i>5. Crises económicas em Portugal</i>	37
5.1 Crise 1983- 1984.....	37
5.2 Crise 1992- 1993.....	41
5.3 Crise 2002- 2003.....	46
5.4 Crise 2008- 2013.....	50
5.5 Crise 2019- 2020.....	55
<i>Conclusão</i>	60
<i>Referências Bibliográficas</i>	62

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Taxa de Crescimento do PIB,.....	16
Figura 2 - Relação entre Taxa de Desemprego, Taxa de Crescimento Real do PIB.....	19
Figura 4 - Relação entre Bilhetes de Tesouro, Taxas de Juro e Taxa de Crescimento real do PIB	20
Figura 5 - Índices bolsistas: PSI Geral e PSI 20	21
Figura 6 - Uso da política monetária para estabilizar a economia em período de recessão.	32
Figura 7 - Comportamento temporal dos indicadores PIB, taxa de inflação e taxa de desemprego	38
Figura 8 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB	39
Figura 9 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB.....	40
Figura 10 – R Ajustado: Taxa de inflação e taxa de desemprego.....	40
Figura 11 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores	42
Figura 12 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB	43
Figura 13 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB.....	44
Figura 14 – R Ajustado: índice de confiança dos consumidores e PIB	45
Figura 15 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores	47
Figura 16 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB	48
Figura 17 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB.....	49
Figura 18 - R Ajustado: Índice de confiança dos consumidores e PIB.....	50
Figura 19 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores	52
Figura 20 - R ajustado: Taxa de desemprego e PIB.....	53
Figura 20 – R Ajustado : Taxa de inflação e PIB.....	54
Figura 22 - R Ajustado: Índice de confiança dos consumidores e PIB.....	55
Figura 23 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores	56
Figura 24 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB	57
Figura 25 – R Ajustado: Índice de confiança do consumidor e PIB	58
Figura 26 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB.....	59

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Comportamentos Cíclicos das Principais Variáveis Macroeconómicas.....	18
Tabela 2 - Teorias do Ciclo Económico e Indicadores.....	23
Tabela 3 - Relação entre taxa de juro do BCE, taxa de desemprego, PIB e taxa de inflação.....	32
Tabela 4 - Datação dos Ciclos Económicos Portugueses	35

INTRODUÇÃO

Temática e relevância de investigação

“As flutuações na atividade macroeconómica e nos mercados de ativos estão ligadas às variações agregadas nas expectativas de mercado. Considere, por exemplo, a recente crise. A expansão inicial no mercado imobiliário foi atribuída a crenças exuberantes sobre preços futuros; a quebra subsequente veio com uma reversão rápida nestas crenças; e a recuperação em curso é suposto estar associada à rapidez com que empresas e famílias recuperam a sua confiança na economia.”

Angeletos, G.M. e J. La'O (2013). “Sentiments.” *Econometrica*, vol.81, nº2, pp. 739-779 (p.739).

A caracterização e análise das flutuações cíclicas a que a evolução temporal do Produto Interno Bruto (PIB) está sujeita é um dos assuntos de maior relevância e interesse no estudo da economia e, simultaneamente, um dos seus temas mais desafiantes. Compreender as razões pelas quais períodos de forte crescimento, em que os recursos disponíveis são empregues próximo do seu nível potencial, alternam com fases de fraco crescimento, fases em que é evidente a subutilização desses mesmos recursos, é uma tarefa complexa, dada a multiplicidade de agentes que, na economia, recorrentemente tomam decisões tendo por base as mais variadas motivações.

A citação que abre esta introdução parece apontar um caminho: os ciclos económicos radicam nas oscilações a que estão sujeitas as expectativas de empresas e famílias no mercado; mas daqui resulta de imediato um conjunto de novas questões: Quais os fatores que determinam a confiança dos agentes? Estará essa confiança diretamente associada a uma perceção sensata, realista, e bem informada, sobre cenários futuros? Ou dependerá a nossa confiança dos designados *animal spirits* (crenças que resultam de uma avaliação parcial e enviesada do comportamento de terceiros)?

Mesmo que consideremos que as crenças e expectativas desempenham um papel fundamental no despoletar e intensificar de muitas das flutuações do rendimento agregado

observadas na economia, estas apenas podem contar parte da história. Nomeadamente, tais crenças e expectativas estão na génese daquilo que podemos considerar como sendo choques do lado da procura: o investimento e o consumo podem reduzir-se em função da quebra da confiança dos agentes o que, naturalmente, leva à necessidade de produzir menos e, concomitantemente, à redução do emprego e à geração de menores níveis de rendimento. No entanto, choques do lado da oferta, que contraem a capacidade de produzir (ou não permitem a sua expansão a um ritmo tão elevado como noutros períodos), estão também frequentemente na origem de fases recessivas: um período de mais fraco ritmo de inovação tecnológica, um aumento dos custos de produção de matérias importadas, a disrupção de cadeias de abastecimento, entre outros, são fatores que, também eles, podem acender o rastilho de uma crise que através de um conjunto de mecanismos de transmissão (incluindo também do lado da procura) poderá conduzir a uma fase recessiva mais ou menos prolongada e intensa.

Quando olhamos para a realidade da economia portuguesa nas últimas décadas, conforme se pretende fazer neste trabalho, ganhamos a perceção de que as flutuações cíclicas no produto têm, efetivamente, origens diversas. Enquanto a recessão do início dos anos 80 do século 20 foi em grande parte resultado de desequilíbrios macroeconómicos a que a economia portuguesa estava sujeita no contexto da realidade internacional de então, a grande recessão de 2008-2009 surge num quadro diferente, onde a crise de confiança que se instalou nas principais economias mundiais rapidamente se propagou para a nossa economia. Nos anos subsequentes, no início da segunda década do século 21, Portugal viu-se a braços com uma nova crise, a designada crise das dívidas soberanas, a qual tem na sua génese fatores de desequilíbrio da política económica (diretamente associados aos diferentes planos em que decisões de política orçamental e política monetária são tomadas). Por fim, a quebra brusca no valor do PIB em 2020 deveu-se a um facto sem precedentes na nossa história económica, nomeadamente uma forte contração da oferta resultante do *lock-down* a que a economia mundial foi forçada.

Ao longo do texto, procurar-se-á enquadrar as diferentes crises, tendo por base informação estatística disponível acerca do PIB e de outros indicadores que com este se podem correlacionar, no que concerne à respetiva evolução de curto prazo, como é o caso da taxa de desemprego ou da taxa de inflação. A relação entre indicadores nem sempre é linear ou inequívoca. A dificuldade em chegar a resultados inequívocos deve-se a dois fatores: por um lado a exiguidade de dados (foram utilizados dados anuais, os únicos

disponíveis no caso de alguns dos indicadores); por outro lado, a acima debatida diferente natureza de cada uma das fases recessivas. Esta diferente natureza está associada com a génese dos choques (procura vs oferta) mas não só; há que ter em conta o enquadramento da economia portuguesa (nomeadamente, a distinção dos períodos pré e pós-adesão à união económica e monetária), o enquadramento do mercado de trabalho, e a eficácia de resposta da política económica.

Embora todas elas sejam fruto de causas distintas e tenham fundamentos distintos, conseguimos, com este trabalho, fazer uma análise e caracterização das crises económicas e dos seus momentos de recessão, os quais têm graves consequências que manifestamente não se esgotam no campo estrito da economia. Estas consequências alastram-se para outras esferas da sociedade, sendo importante o seu estudo e o desenvolvimento de políticas públicas para cada crise específica, uma vez que estas têm um impacto profundo em múltiplas variáveis, não só a nível económico, mas também noutras dimensões da sociedade, como por exemplo a felicidade e até menos visivelmente ao nível da igualdade de género. Diversos estudos apontam, por exemplo, que as crises económicas para além de efeitos óbvios na economia e nas finanças de um país podem ter consequências na sua política ambiental (Burns & Tobin, 2016), na felicidade, satisfação e motivação dos trabalhadores (Nars et al., 2013), no mercado laboral e na empregabilidade (Tridico, 2013), podendo até ter impactos a nível das políticas públicas, como por exemplo, de igualdade de género (Bettio et al., 2012).

O estudo das principais causas e consequências das crises económicas na economia portuguesa é relevante para todos aqueles que, de uma forma ou de outra, têm decisões económicas a tomar. E estes somos todos nós: empresários que necessitam de planear o futuro dos seus negócios, famílias que necessitam de tomar decisões estruturais nas suas vidas (como por exemplo a aquisição de habitação), investidores que pretendem saber qual o melhor destino a dar às suas poupanças. Sendo certo que as decisões de política que podem alterar o curso da evolução do PIB estão nas mãos dos poderes públicos (dos governos, que conduzem a política orçamental e dos bancos centrais, que conduzem a política monetária), os ciclos económicos interessam a todos os agentes na economia, e a capacidade de os antecipar e agir atempadamente pode não só mitigar os seus efeitos para os *stakeholders* individuais, mas inclusive ajudar a mudar o curso da trajetória dos indicadores económicos agregados.

Assim, este trabalho foi pensado na ótica de melhorar a informação, na perspetiva de que uma sociedade melhor informada é uma sociedade composta por indivíduos capazes de tomar decisões mais fundamentadas, e estas são a raiz da estabilidade económica, e portanto a fonte de uma economia menos sujeita a potencialmente violentas e inesperadas flutuações cíclicas.

Objeto e Objetivo da Dissertação

De acordo com a problemática apresentada, este projeto de dissertação tem como objetivo ajudar e informar os *stakeholders* que necessitem de tomar decisões em contextos económicos adversos, nomeadamente em situações de crises económicas e financeiras de forma a minimizar as consequências decorrentes do abrandamento da atividade económica. Como atrás referido, a noção de *stakeholder* aqui tomada é ampla e abrangente: engloba todos os agentes económicos que, por motivos diversos, necessitam de conhecer a conjuntura para tomar decisões relevantes para as suas vidas e os seus negócios.

Para a concretização deste objetivo, procede-se à identificação e caracterização das causas e consequências das crises económicas e financeiras na economia portuguesa, analisando-se, por essa via, os principais indicadores económicos.

1. CICLOS ECONÓMICOS

O estudo dos ciclos económicos é uma área de investigação com uma longa tradição na economia, não sendo fácil a sua definição, este estudo ganhou um maior ênfase a partir da segunda metade do século XIX, intensificando-se durante o século XX, reflexo das preocupações resultantes das crises que afetaram a economia mundial desde a revolução industrial.

Estes períodos de recessão e depressão, parte inevitável de qualquer ciclo económico, são extremamente onerosos, sendo caracterizados não só pela perda do rendimento, como também por taxas mais altas de suicídios e homicídios, níveis mais altos de pobreza e taxas mais altas de divórcios, entre outros efeitos nocivos ao nível do bem-estar que persistem por muito tempo. A título de exemplo, durante a crise financeira global, os grupos mais vulneráveis da sociedade americana – minorias, pobres, menos instruídos – foram impactados de forma desproporcional, o que agravou a desigualdade económica. A incerteza económica fez com que as taxas de natalidade nos Estados Unidos caíssem para mínimos históricos.

A mais importante organização de pesquisa económica dos Estados Unidos – o *National Bureau of Economic Research* (NBER) responsável pela datação dos ciclos económicos, define uma recessão como “um declínio significativo na atividade económica que se expande pela economia podendo durar mais de um ano”. De outro modo, o pico de uma expansão é o ponto específico do espaço temporal em que o nível do PIB atinge o seu máximo antes de começar a declinar. Assim, o pico de uma expansão data o início de uma recessão. Da mesma forma, o vale de uma recessão é o ponto no tempo em que o PIB desce para o nível mais baixo antes de começar a subir novamente, o que significa que um vale marca o início de uma expansão – a estes movimentos de picos e vales designamos de Ciclos Económicos.

Conforme Christiano e Fitzgerald (1998), este fenómeno de picos e vales é conhecido como co-movimento devido à maioria dos setores da economia se mover em conjunto, e por isto, os economistas utilizam o termo economia agregada para descrever a economia como um conjunto, ou seja, a soma de todas as partes. Deste modo, o produto agregado

ou Produto Interno Bruto (PIB) é a variável adequada para medir as flutuações cíclicas na economia, uma vez que ele representa o valor real dos bens e serviços produzidos na economia no seu conjunto, sendo que este valor varia no tempo de acordo com a dinâmica da atividade empresarial.

A Figura 1, representa as taxas de crescimento real do PIB em Portugal, entre 1983 e 2021, representando os picos e vales neste período:

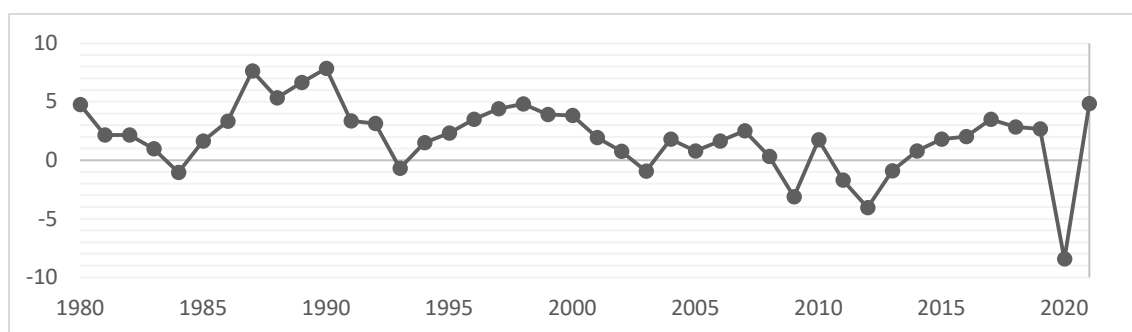


Figura 1 - Taxa de Crescimento do PIB,

Fonte: Banco de Portugal, Pordata

A análise do PIB bem como de outros indicadores permite-nos identificar pontos de viragem na economia. Isto é possível dada a estreita relação entre estes indicadores e o estado da economia e porque cada indicador, por si só, está sujeito a erros de medição que podem ser ultrapassados pela utilização de um leque vasto e variado de indicadores independentes. Apesar de todas as limitações, é possível retirar algumas conclusões através da análise de algumas séries frequentemente alvo de análise por parte dos economistas. Pela análise gráfica de alguns indicadores de curto prazo, podemos identificar claramente a evolução cíclica da economia portuguesa nos últimos anos.

Conforme Knoop (2015), existem três tipos de indicadores de ciclos em termos da sua relação temporal com os movimentos da economia. Estes indicadores podem ser adiantados, coincidentes ou atrasados. Os indicadores adiantados são aqueles que tendem a mudar de tendência em antecipação ao ciclo económico, incluem normalmente variáveis de fluxo e de preço, são muito reativos aos movimentos da economia, atingem o pico

antes do pico do PIB. Os indicadores coincidentes, como o nome indica, movem-se com o ciclo definindo o próprio ciclo económico, atingindo o pico ou depressões ao mesmo tempo que o PIB, sendo o caracterizados como indicadores que basicamente medem a atividade económica, um exemplo destes indicadores coincidentes é o índice de preços do consumidor. E por último, e não menos importante, designamos por indicadores atrasados aqueles que variam depois do ciclo, servindo apenas para confirmar os pontos de viragem, atingindo assim os picos após o pico do PIB, um exemplo deste indicador são as taxas de juro de curto e longo prazo.

Também relevante para a análise dos ciclos económicos é a identificação da pró-ciclicidade e da anti-ciclicidade das variáveis económicas. Designa-se por variável pró-cíclica aquela para a qual os desvios de tendência possuem uma correlação positiva em relação aos desvios de tendência do PIB, ou seja, quando o PIB está abaixo da tendência uma variável pró-cíclica também está abaixo da tendência e vice-versa. Um exemplo destas variáveis pró-cíclicas são o consumo, o investimento e o emprego.

Uma variável é anti cíclica se os desvios da variável em relação à sua tendência estiverem negativamente correlacionados com o desvio do PIB em relação à sua tendência. O desemprego é um exemplo óbvio de uma variável que é consistentemente anti cíclica, elevando-se acima da tendência quando o PIB cai; assim, resumimos uma variável anti-cíclica como sendo a variável que não tem correlação coincidente com as alterações da tendência do PIB.

Neste sentido, os Economistas de forma a prever o futuro e a ajudá-los a avaliar modelos concorrentes de comportamentos dos ciclos económicos, estudam variáveis macroeconómicas como o PIB, desemprego, oferta de moeda, inflação, utilização da capacidade produtiva e produtividade. Observamos o comportamento cíclico destas variáveis na Tabela 1:

Tabela 1 - Comportamentos Cíclicos das Principais Variáveis Macroeconómicas

Variável	Direção do Ciclo Económico	Tempo do Ciclo Económico
Variáveis do Mercado de Trabalho		
Taxa de Desemprego	Anti Cíclico	Atrasado
Duração do desemprego	Anti Cíclico	Atrasado
Salários	Anti Cíclico	Atrasado
Moeda e Inflação		
Oferta de moeda	Pró Cíclica	Coincidente/Atrasado
Inflação do deflator do PIB	Pró Cíclica	Atrasado
Índice de Preços do Consumidor	Pró Cíclica	Coincidente
Variáveis Financeiras		
Taxas de juro de curto prazo	Pró Cíclica	Atrasado
Taxas de juro de longo prazo	Pró Cíclica	Atrasado
Preços das Ações	Pró Cíclica	Coincidente/Atrasado
Capacidade e Produtividade		
Capacidade de utilização	Pró Cíclica	Coincidente/Atrasado
Produtividade	Pró Cíclica	Coincidente/Atrasado
Expectativas		
Índice de Confiança do Consumidor	Pró Cíclica	Coincidente/Atrasado

Fonte: Adaptado, Knoop. (2015) página 15

Como podemos verificar, no que respeita ao mercado de trabalho, utilizamos a análise da variável taxa de desemprego como um indicador de atraso dos picos e vales apresentando-se como um indicador anti cíclico, uma vez que quando a economia desacelera ainda não temos uma diminuição da taxa de desemprego considerável (mesmo que as perdas de emprego aumentem nesta fase), o mesmo acontece quando a economia melhora, um dos últimos fatores produtivos a serem readicionados pelas empresas é o fator trabalho, pelo que existe um desfasamento deste indicador.

Analizando ainda a relação entre o crescimento do PIB e as flutuações na taxa de desemprego em Portugal desde 1983 na Figura 2, segundo Cea (2015), Arthur Okun verificou que quando ocorria um crescimento do PIB, em contrapartida existia uma diminuição na taxa de desemprego (embora isto acontecesse com desfasamento por ser um indicador anti cíclico), sendo esta teoria empírica chamada de Lei de Okun verificando-se nas maiorias das economias após a segunda guerra mundial.

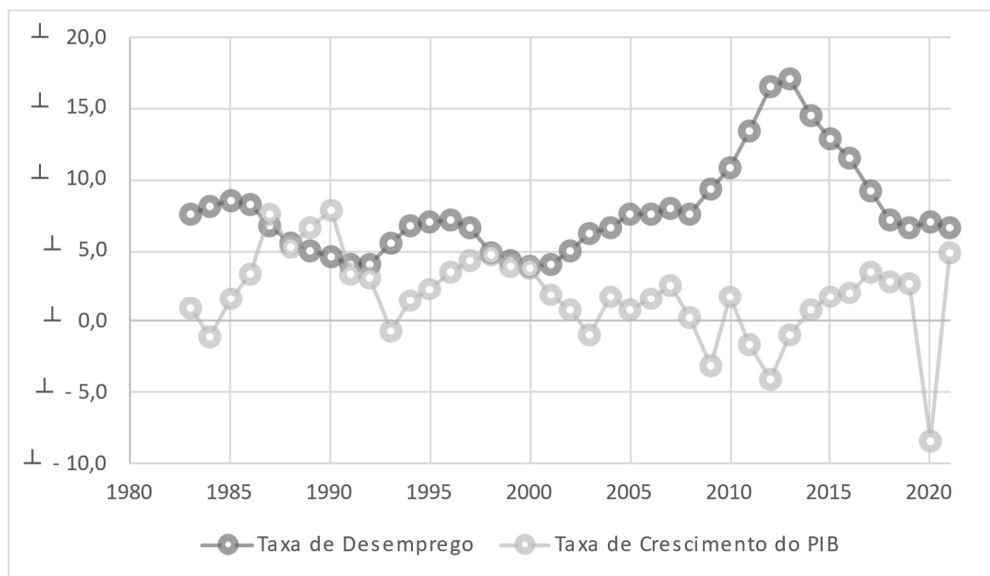


Figura 2 - Relação entre Taxa de Desemprego, Taxa de Crescimento Real do PIB

Fonte: Banco de Portugal, Pordata.

Assim, podemos assumir que uma diminuição no crescimento do PIB gera um aumento na taxa de desemprego que conseqüentemente provoca uma descida do nível de bem-estar da população.

Na análise das variáveis macroeconómicas moeda e inflação existem duas medidas de inflação comumente usadas – o deflator do PIB – índice de preços implícito que mede a evolução média de preços numa economia, obtido através da divisão entre o PIB nominal (ou PIB a preços correntes) e o PIB real (ou PIB a preços constantes). A inflação medida pelo deflator do PIB é fracamente pró-cíclica, uma vez que os preços demoram a responder às alterações económicas. A segunda medida é caracterizada pelo índice de preços ao consumidor (IPC) que mede as mudanças nos preços dos bens de consumo. Ao contrário do deflator do PIB, as mudanças no IPC coincidem aproximadamente com os pontos de mudança dos ciclos económicos porque os preços ao consumidor são mais sensíveis às mudanças nas condições predominantes do mercado.

Para as variáveis financeiras utilizamos como indicador as taxas de juros de curto e longo prazo caracterizadas como pró-cíclicas. Segundo Knoop (2015), existem inúmeras taxas de juro que podem ser analisadas, sendo umas mais viáveis que outras, por exemplo, uma das taxas mais confiáveis é a taxa a três meses dos Bilhetes de Tesouro que caiu em quase todas as recessões do período pós-guerra, sendo uma taxa bastante reativa a flutuações

económicas. Já as taxas de juro de longo prazo são indicadoras menos confiáveis, porém, são as que possuem um maior peso na altura de tomar decisões no que respeita às análises efetuadas pelos investidores bem como na atividade económica. Não obstante, as taxas de juro tal como o preço das ações possuem uma atenuante no que respeita à interpretação do comportamento dos ciclos económicos, nomeadamente a inflação, uma vez que esta é responsável pelo desfasamento deste indicador, tendendo a não acompanhar com precisão as flutuações dos ciclos económicos como podemos verificar na Figura 3 e na Figura 4.

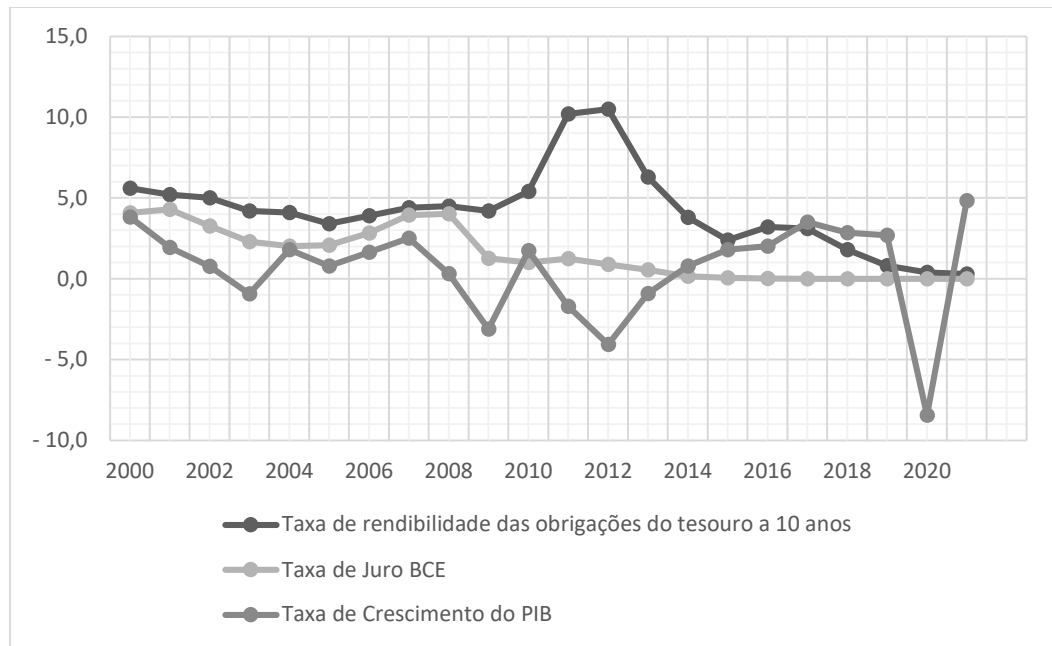


Figura 3 - Relação entre Bilhetes de Tesouro, Taxas de Juro e Taxa de Crescimento real do PIB

Fonte: Banco de Portugal, Pordata.

Os preços das ações são um indicador importante dos altos e baixos da economia, sendo considerados como pro-cíclicos apresentando-se muito mais voláteis do que o PIB, e por isto, não podem ser considerados em exclusivo para a interpretação do comportamento dos ciclos económicos devido à alta probabilidade de induzir em erro (Figura 4).

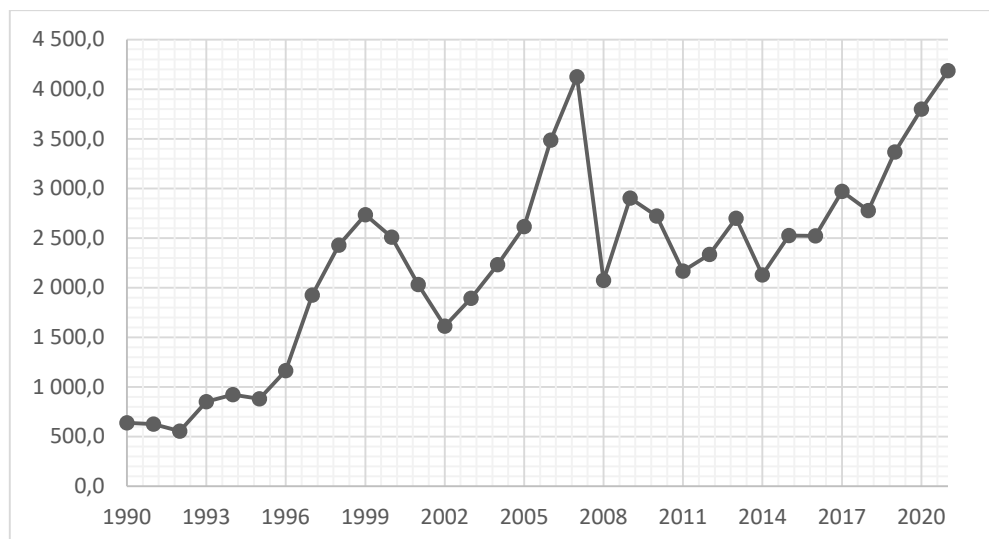


Figura 4 - Índices bolsistas: PSI Geral e PSI 20

Fonte: Banco de Portugal, Pordata.

Para o estudo das variáveis Capacidade e Produtividade concluímos que ambas são pró-cíclicas. A capacidade de utilização é definida pelo limite de produtos que uma determinada empresa consegue produzir com os recursos disponíveis, quanto maior a capacidade de utilização dos recursos de forma eficiente, maior é a produtividade.

Neste sentido, as empresas optam por aumentar a sua capacidade de utilização durante as expansões, investindo em inovação e novas tecnologias que permitem gerar resultados a custo inferior e com maior qualidade, expandindo assim as suas quotas de mercado. Em contrapartida, este capital investido durante as expansões entra em funcionamento antes de ocorrer períodos de contração ou recessão da economia, o que faz com que a capacidade de utilização diminua ainda em períodos de expansão; além disto, segundo Knoop (2015), sabemos que as empresas tendem a esgotar os seus stocks e a atrasar os seus projetos de investimento o máximo possível durante as crises.

No que respeita à produtividade, segundo Knoop (2015), este é um dos principais indicadores de altos e baixos no ciclo económico. Esta variável é medida como produção por hora de trabalho, sendo o maior indicador de melhorias nos padrões de vida dos cidadãos a longo prazo, embora a curto prazo, a relação entre PIB e produtividade não seja clara.

Relativamente à variável expectativas, analisamos o índice de confiança do consumidor. Este índice baseia-se num inquérito mensal que mede o grau de otimismo que os

consumidores têm em relação à economia fornecendo uma imagem da situação económica atual das famílias. De acordo com Santos (2003), este indicador faculta uma análise previsional de curto prazo da atividade económica, uma vez que é disponibilizado com algum avanço em relação à generalidade dos indicadores e engloba questões de natureza prospetiva, cobrindo múltiplos setores de atividade, como os serviços. Os indicadores de confiança sugerem tendências de comportamento futuro dos agentes económicos para variáveis tão diversas como o consumo, poupança ou produção. Alguns estudos empíricos têm mostrado que os indicadores de confiança, em particular, antecipam a evolução cíclica dos principais agregados económicos, podendo surgir como indicadores coincidentes ou atrasados dos ciclos económicos.

Deste modo, compreendemos o modo como os indicadores refletem o comportamento cíclico da economia. Só uma avaliação precisa permite efetuar previsões acertadas sobre a evolução futura da economia. Porém, é importante destacar a importância dos indicadores avançados que, pelas suas características previsionais, será através deste tipo de indicadores que serão retirados sinais sobre o andamento futuro da economia por isso, é perfeitamente compreensível que seja sobre estes indicadores que recaem os estudos mais recentes nesta área. No entanto é ainda sobre estes indicadores que existe maior controvérsia, pois implicam normalmente um mecanismo de influência muitas das vezes pouco claro. E aqui pesa muito a questão de qual a teoria económica a que se dá mais prevalência, podendo assim ser dado maior relevo a um indicador avançado ou a outro.

Zarnowitz (1992) resume as teorias económicas sobre ciclos económicos. Como podemos ver na Tabela 2 cada teoria define um mecanismo base de funcionamento da economia e um ponto a partir do qual as flutuações económicas se geram:

Tabela 2 - Teorias do Ciclo Económico e Indicadores

Teorias ou Modelos	Factores Determinantes	Evidência dos Indicadores
Modelos do tipo acelerador-multiplicador; hipóteses em investimento autónomo, inovações e desfasamentos de gestação.	Interação entre investimento, procura final e poupança.	Grandes movimentos cíclicos nos compromissos de investimento (pedidos, contratos) precedem o output e o emprego; Movimentos mais reduzidos no investimento realizado são coincidentes ou atrasados.
Modelos de gestão de stocks.	Ajustamento dos stocks em resposta a alterações na procura e seus efeitos na produção.	Aumentos de stocks lideram; reduzem-se durante recessões suaves e são elevados face aos da procura final.
Sobreinvestimento monetário e teorias monetaristas actuais.	Variações na oferta de moeda, crédito, taxas de juro e no peso da dívida privada.	Fluxos de moeda e crédito (taxas de variação) são altamente sensíveis e líderes 'precoces'; velocidade, taxas de juro de mercado e crédito concedido são coincidentes ou atrasados.
Hipóteses de desequilíbrios custo-preço, volatilidade das taxas de retorno esperadas e erros de expectativas.	Variações nos custos e preços, na difusão, margens e lucros totais e nas expectativas de actividade.	Variáveis de lucro e índices de cotações de acções são indicadores avançados sensíveis; custos unitários do trabalho são indicadores atrasados.
Teoria dos choques económicos reais (RBC).	Choques de produtividade e de tecnologia.	Melhoramentos na tecnologia, maior especialização da mão de obra, desenvolvimento de novos produtos e diminuição do preço de factores de produção importados (petróleo) são normalmente indicadores avançados.

Fonte: Adaptado, Zarnowitz (1992).

Por se tratar de uma teoria relativamente recente, destaca-se a teoria dos Ciclos Económicos Reais (RBC). Nesta teoria, o mecanismo de geração dos ciclos parte de choques de produtividade, que influenciam a atividade económica em geral.

Segundo Chatterjee (1999), um crescimento acima da média da produtividade total dos fatores implica um crescimento global da economia, traduzido pelo crescimento de variáveis fundamentais como o produto, o consumo, o investimento e as horas trabalhadas. Este crescimento processa-se de uma forma sustentada, de tal modo que as tendências de longo prazo das variáveis também se deslocam, pelo que, podemos assim identificar como variáveis avançadas, e normalmente com avanços assinaláveis, todos os fatores suscetíveis de fazer elevar a produtividade total dos fatores, alguns dos quais identificados no quadro acima. No entanto, conforme Gomes (2008, página 41):

“O modelo dos ciclos económicos reais deve o seu sucesso à capacidade de incluir numa estrutura de referência simples a possibilidade de explicar flutuações cíclicas semelhantes às observadas na realidade. No entanto o modelo também está sujeito a críticas, fundamentalmente porque o mecanismo que ele pressupõe considera implicitamente uma forte elasticidade da oferta de trabalho, que não se observa na prática; além disso, também não é crível que os ciclos económicos ocorram numa economia completamente eficiente, com total flexibilidade de preços onde não existam distorções aos incentivos económicos.”

Posto isto, a visão Keynesiana que vai ser abordada no próximo capítulo coloca em causa esta ideia de que os mercados são perfeitos, havendo, portanto, várias fontes de rigidez que perpetuam a existência de desequilíbrios com impacto no PIB.

2. TEORIA KEYNESIANA

John Maynard Keynes (1883 – 1946) publicou em 1936 a sua obra “Teoria Geral do Emprego do Juro, e da Moeda” (TG) como tentativa de explicar a sua teoria completa da macroeconomia e a causa das recessões e depressões, tendo influência determinante no pensamento económico até aos nossos dias, uma vez que foi o primeiro modelo a fazer a distinção real entre macroeconomia e microeconomia e a analisar as variáveis, bens, mercado de trabalho e investimento como um todo.

Uma das principais contribuições emanada do pensamento de Keynes foi a de evidenciar que o capitalismo não tem forças endógenas capazes de gerar processos de auto estabilização, mesmo com base nos pressupostos clássicos da concorrência perfeita, da maximização do lucro pelas empresas, da maximização da utilidade pelos consumidores e da flexibilização dos preços dos salários e das taxas de juro (que constituíam os mecanismos automáticos dos clássicos), e se for deixada a atuar livremente sem qualquer intervenção, a sua instabilidade endógena leva a níveis de desemprego de forma cíclica.

No capítulo II da Teoria Geral, Keynes, detalha resumidamente as suas críticas à teoria clássica, uma vez que acreditava que a concorrência imperfeita descreve melhor a maneira como os mercados operam, sendo particularmente verdadeiro por exemplo no mercado de trabalho, onde cada trabalhador difere no nível de qualificação e, como resultado, tem que negociar o salário individualmente, preocupam-se assim com os seus próprios salários em relação ao que trabalhadores semelhantes recebem, e como resultado, não há garantia de que o salário real agregado esteja em um nível em que a procura de trabalho iguale a oferta de trabalho.

No capítulo III, Keynes expõe “O Princípio da Procura Efetiva”, bem como, os conceitos da oferta agregada e da procura agregada, conceitos que foram adulterados pela síntese neoclássica Keynesiana. Neste capítulo, Keynes refere:

“Quando o emprego aumenta, aumenta, também, o rendimento real agregado. A psicologia da comunidade é tal que, quando o rendimento real agregado aumenta, o consumo agregado também aumenta, porém não tanto quanto o rendimento. Em consequência, os empresários sofreriam uma perda se o aumento total do emprego se destinasse a satisfazer a maior

procura para consumo imediato. Dessa maneira, para justificar qualquer volume de emprego, deve existir um volume de investimento suficiente para absorver o excesso da produção total sobre o que a comunidade deseja consumir quando o emprego aumenta para um determinado nível. A não ser que haja este volume de investimento, as receitas dos empresários serão menores que as necessárias para os induzir a oferecer tal volume de emprego. Daqui se segue, portanto, que, dado o que chamaremos de propensão a consumir da comunidade, o nível de equilíbrio do emprego, isto é, o nível em que nada incita os empresários em conjunto a aumentar ou reduzir o emprego, dependerá do montante de investimento corrente”.

A volatilidade do investimento e da procura agregada retrata que não é só o mercado de trabalho que é imperfeitamente competitivo; na visão de Keynes, os mercados financeiros também o são, e a falha de mercado mais importante no sistema financeiro é a falta de informação perfeita. Como o sistema financeiro envolve negociar dinheiro ao longo do tempo, incerteza e risco são características definidoras de qualquer transação financeira.

Neste mundo onde as expectativas são dominantes, mas também desinformadas, subjetivas e voláteis, Keynes rejeitou a noção clássica de que maiores poupanças automaticamente levam a maiores investimentos por meio de taxas de juros mais baixas. Em vez disso, Keynes acreditava que os níveis de poupança e a taxa de juro desempenham apenas um pequeno papel na determinação da atratividade dos projetos de investimento. São as expectativas do futuro que mais importam nas decisões de investimento. Essa é outra implicação importante das falhas de mercado no sistema financeiro: como as taxas de juros não são o principal fator que determina a poupança e o investimento, não há mecanismo que garanta que o investimento esteja em nível suficiente para manter a economia estável. Em vez disso, poupanças altas, quando a confiança das empresas é baixa não levará a mais investimento e sim a excesso de poupança, queda da procura da agregada, alto desemprego e recessão. De acordo com Keynes:

“O investimento planejado – i.e., o investimento pode ter de ser garantido por uma “provisão financeira” antes de o investimento ser realizado, quer dizer, antes de a correspondente poupança se ter verificado. É, por assim dizer, como se uma determinada parte da poupança tivesse de ser destinada a uma determinada parte do investimento, antes que seja conhecido quem

vai fazer essa parte particular de poupança e por alguém que não a vai fazer. Existe, contudo, uma técnica para ligar este hiato entre o tempo em que a decisão de investimento é tomada e o tempo em que o correlativo investimento e poupança ocorrem. Este serviço pode ser efetuado ou pelo mercado de novas emissões ou pelos bancos.”

Nesta passagem, Keynes põe em causa a teoria clássica no que tange à necessidade da existência da poupança prévia em relação ao investimento, mostrando que, na economia atual, o investimento pode preceder a poupança, sendo para isso necessário que os bancos concedam crédito aos empresários para financiar o investimento planeado. Foi claramente exposta, por Keynes, a importância do sistema financeiro e, em especial, dos bancos no funcionamento da economia através do financiamento do investimento planeado.

No que respeita aos ciclos económicos, Keynes diz-nos que estes são desencadeados por uma mudança nas expectativas, a falta de confiança dos investidores provoca uma redução nos preços das ações bem como uma diminuição de investimento, criando-se um efeito multiplicador, uma vez que menos investimento gera menos receita que por sua vez força a famílias a reduzir gastos, o que faz diminuir ainda mais a receita agregada.

À medida que a procura agregada cai, o nível de preços diminui, o que aumenta os salários reais devido à rigidez nominal dos salários. Salários reais mais altos forçam as empresas a demitir trabalhadores e a reduzir a produção. A produção agregada cai e a economia contrai.

Para Keynes existem três possibilidades de terminar uma recessão. Primeiro, é possível um aperfeiçoamento gradual na formação das expectativas à medida que as informações se tornam disponíveis; segundo, Keynes acreditava que os salários não eram fixos, apenas rígidos, e por isso, com o passar do tempo haverá uma redução dos salários reais, uma vez que os trabalhadores reduzirão gradualmente as suas expectativas salariais nominais à medida que se apercebem dos cortes salariais de outros trabalhadores que atuam do mesmo modo. Na terceira opção, Keynes considera que o governo deve tentar estabilizar a procura agregada através das políticas monetária ou orçamental, uma vez que se a queda da procura agregada causa recessões, então a adoção de uma política pública que aumente a procura agregada em tempo útil minimizaria tanto o tamanho quanto a duração das contrações. Uma maior procura agregada levaria a um aumento de gastos, do nível de preços, e a uma redução dos salários reais, tal como uma redução do desemprego

involuntário e possivelmente recuperaria confiança suficiente para aumentar os preços das ações e do investimento.

O interesse Keynesiano pela política monetária que vai ser abordada no próximo capítulo, também foi estimulado pelo trabalho de Arthur Phillips (1958). Phillips investigou a relação entre inflação dos salários nominais, e o crescimento do desemprego entre 1862 e 1957 no Reino Unido. Ele descobriu que existia uma correlação negativa muito forte nestas variáveis. Numerosos estudos identificaram uma forte relação negativa entre inflação e desemprego. Os Keynesianos perceberam que a relação negativa foi uma evidência muito forte em favor do seu modelo dos ciclos económicos impulsionados pela procura agregada. Preços e produção mais altos reduzem os salários reais e o desemprego, levando a uma relação empírica negativa entre inflação e desemprego. Assim a curva de Phillips é uma forte evidência de ciclos económicos orientados pela procura, sendo esta uma ferramenta prática que poderia ser usada para ajudar os bancos centrais a administrar a política monetária. Se existe um equilíbrio estável entre inflação e desemprego, então tudo o que uma política tem que fazer é mudar a oferta de moeda até que a inflação seja alta o suficiente para levar a economia à taxa de desemprego desejada.

Nesta ótica existem três opções de políticas disponíveis para o governo que aumentariam a procura agregada. A primeira seria o banco central aumentar a oferta monetária. Keynes acreditava que as taxas de juro são o custo de oportunidade, ou o preço, de manter a moeda. Assim como qualquer outra mercadoria, uma oferta mais alta reduz o preço, de modo que uma oferta de moeda mais alta diminuiria a taxa de juro. Taxas de juro mais baixas estimulariam diretamente o investimento e também poderiam reduzir o custo dos empréstimos, elevando os preços das ações. A segunda opção que o governo deveria adotar para aumentar a procura agregada durante uma recessão seria diminuir impostos. No entanto, quando as famílias enfrentam incerteza económica, tendem a poupar o dinheiro do corte de impostos e não o gastar. Nesse caso, a redução de impostos não aumentará significativamente os gastos e não gerará grandes multiplicadores de gastos. A última opção, e a defendida por Keynes, é que o governo aumente as compras de bens e serviços, uma vez que, aumentando as compras, sejam elas quais forem, gera gastos adicionais dentro de uma economia que iniciará o processo multiplicador e aumentará a procura agregada o suficiente para termos uma economia com pleno emprego. Keynes acreditava que, à medida que um país ficasse mais rico, as flutuações do ciclo de negócios se tornariam maiores e ocorreriam com mais frequência. Essa previsão dependia da crença

de que a propensão média de consumo de uma economia cairia à medida que a receita média aumentasse. À medida que um país se tornasse mais rico, a queda na procura de consumo aumentaria a quantidade de poupança dentro da economia e também aumentaria o nível de investimento necessário para gerar pleno emprego.

Essa maior participação do investimento na produção levaria a uma maior volatilidade da produção. Assim, diferentemente dos economistas clássicos que temiam que as economias não poupassem o suficiente, Keynes estava preocupado que os países comesçassem a poupar demais, aumentando a frequência dos ciclos económicos. Na verdade, acreditava que qualquer esforço de política para aumentar as taxas de poupança agregada seria em grande parte autodestrutivo porque uma maior poupança reduziria a procura e a produção agregada, levando a uma queda na poupança.

Posto isto, a única forma de evitar uma produção mais baixa e os efeitos desestabilizadores de taxas de poupança mais altas é que as políticas públicas estimulassem o consumo aumentando a percentagem do PIB destinada às compras do governo, redistribuindo a receita dos ricos para os pobres e/ou tributando a poupança.

3. POLÍTICA MONETÁRIA

Durante as décadas de 1950 e 1960, a política monetária subiu para a vanguarda da investigação macroeconómica e da investigação sobre os ciclos económicos. Conforme vimos no capítulo anterior, o interesse Keynesiano pela política monetária foi estimulado pelo trabalho de Arthur Phillips (1958), constatando-se que a complexidade da política de estabilização pode ser simplificada para uma simples meta de taxa de inflação que pode ser alcançada por meio da política monetária através da instrumentalização da taxa de juro influenciando positivamente a procura agregada.

Deste modo, o principal objetivo da política monetária do Banco Central Europeu, bem como de outros bancos centrais de outras economias, centra-se em manter a estabilidade de preços, ou seja, garantir que a inflação – a taxa de acordo com a qual os preços dos bens e serviços mudam ao longo do tempo – permaneça baixa, estável e previsível, considerando como objetivo uma taxa de inflação de 2% a médio prazo, sendo que, depois do BCE tomar decisões de política monetária, são os bancos centrais de cada país da zona euro que as implementam através das taxas de juro (Banco Central Europeu, 2022).

Para melhor entendimento do mecanismo da política de estabilização é importante fazer a distinção entre a taxa de juro oficial e a taxa de juro de mercado: a taxa de juro oficial é a taxa de juro praticada pelos bancos centrais, enquanto que a taxa de juro de mercado é a taxa de juro praticada pelos bancos comerciais. Apesar de serem os bancos centrais que fixam a taxa de juro oficial, são os bancos comerciais que fixam a taxa de juro de mercado. Quando os bancos centrais ajustam a taxa de juro para estimular a despesa, na sua generalidade a taxa de juro dos bancos comerciais também desce na mesma proporção. Assim, os bancos centrais para fixarem a taxa de juro e alcançarem um determinado nível de procura agregada atuam de forma inversa, conforme Cae (2015):

“(…) primeiramente estimam o objetivo a alcançar para a procura agregada total, com o objetivo de estabilizar a economia com base no equilíbrio de mercado de trabalho e na curva de Philips abordada anteriormente. Em segundo, estimam a taxa de juro real que produz para o nível de procura agregada que pretendem alcançar, e finalmente calculam

a taxa de juro real em que os bancos comerciais se vão basear para adaptar as suas taxas de juro de mercado.”

Assim, no que respeita por exemplo a ativos financeiros como o caso da dívida pública ou de ações emitidas pelas empresas, quando o banco central altera a taxa de juro produz-se um efeito dominó sobre o resto das taxas de juro da economia, desde taxas hipotecárias até às de juro da dívida pública; quando a taxa de juro baixa o preço dos ativos sobe, e por isto, espera-se que uma diminuição da taxa de juro impulsione um aumento dos gastos.

Conforme Cae (2015), refere ainda a importância das expectativas e da confiança para o aumento do investimento nas empresas especificando que, no momento em que a taxa de juro é fixada, o banco central transmite confiança através de políticas conscientes e de boa comunicação com o público, levando a que as empresas esperem uma procura agregada alta derivado ao aumento do investimento, aumentando ainda a confiança no mercado de trabalho, uma vez que não se espera que haja despedimentos.

Na análise da Figura 5 - Uso da política monetária para estabilizar a economia em período de recessão. exemplifica-se como se pode utilizar a política monetária para estabilizar a economia perante uma recessão causada por uma quebra no consumo (por exemplo fruto de uma quebra de confiança nos consumidores). No Ponto A a economia está em equilíbrio de mercado de bens e serviços, no entanto, no Ponto B observamos que existe uma quebra no consumo, o que faz descer a linha da procura agregada e a economia entra em recessão movendo-se do ponto A para o ponto B, assim, com o objetivo de estabilizar a economia, o banco central estimula o investimento diminuindo a taxa de juro, provocando uma subida da linha da procura e consequentemente impulsionando a economia a sair de um período de recessão, como observamos na Figura 5 :

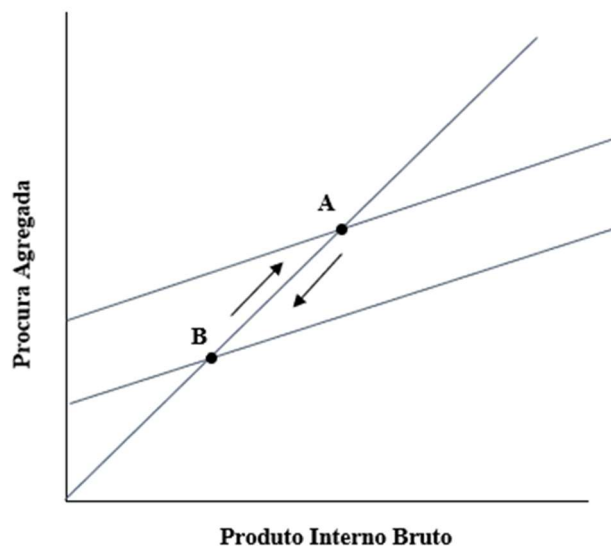


Figura 5 - Uso da política monetária para estabilizar a economia em período de recessão.

Fonte: Adaptado, Cea (2015).

Analizamos ainda a relação entre a taxa de juro do Banco Central Europeu, taxa de desemprego, PIB e a taxa de inflação em Portugal ao longo dos anos:

Tabela 3 - Relação entre taxa de juro do BCE, taxa de desemprego, PIB e taxa de inflação

Anos	Taxa de Juro do BCE	Taxa de Desemprego	PIB	Taxa de Inflação
2000	4,07	3,9	3,82	2,9
2001	4,30	4,0	1,94	4,4
2002	3,26	5,0	0,77	3,6
2003	2,30	6,3	-0,93	3,2
2004	2,02	6,6	1,79	2,4
2005	2,07	7,6	0,78	2,3
2006	2,83	7,6	1,63	3,1
2007	3,93	8,0	2,51	2,5
2008	4,01	7,6	0,32	2,6
2009	1,25	9,4	-3,12	-0,8
2010	1,00	10,8	1,74	1,4
2011	1,25	13,4	-1,70	3,7
2012	0,88	16,5	-4,06	2,8
2013	0,55	17,1	-0,92	0,3
2014	0,16	14,5	0,79	-0,3
2015	0,05	12,9	1,79	0,5
2016	0,01	11,5	2,02	0,6
2017	0,00	9,2	3,51	1,4
2018	0,00	7,2	2,85	1,0
2019	0,00	6,6	2,68	0,3
2020	0,00	7,0	-8,44	0,0
2021	0,00	6,6	4,83	1,3

Fonte: Banco de Portugal, Pordata.

Da análise da figura acima conseguimos perceber a rápida resposta do governo e do Banco Central Europeu na estabilização da economia. Nos períodos de recessão entre 2002 e 2003, posteriormente entre 2008 e 2013 e mais tarde embora apenas com reflexos no PIB entre 2019 e 2020, adotou-se uma política monetária expansionista, verificando-se uma descida da taxa de juro oficial do BCE em períodos de recessão e consequentemente uma diminuição da taxa de inflação que impulsiona a procura agregada, aumentando o PIB, e, aos poucos a diminuição da taxa de desemprego.

No entanto, manter preços estáveis que permitam que a moeda (o dinheiro) preserve o seu valor ajudando pessoas e empresas a planear melhor as suas despesas de consumo e investimento, contribuindo para o crescimento da economia, o que, por seu turno, gera emprego e prosperidade, não é um processo assim tão simples, como observado na Figura 5 e na Tabela 3. Uma inflação demasiado baixa não é tão desejável quanto possa parecer, isto significa muitas vezes que as pessoas gastam menos em bens e serviços, as empresas são menos bem-sucedidas e os trabalhadores recebem aumentos salariais menores. Se a inflação já for demasiado baixa quando surge uma recessão, podemos começar a observar taxas de inflação inferiores a zero. Uma descida contínua do nível geral de preços – um fenómeno chamado “deflação” – gera um círculo vicioso na economia. Por exemplo, se esperarmos que os preços desçam, tendemos a adiar as compras de hoje para aproveitar os preços mais baixos amanhã. Se todos fizerem o mesmo, a economia estagna.

Porém, caso existisse um aumento excessivo no consumo, a política a adotar deveria ser exatamente contrária à adotada num período de recessão, designando-se por política monetária contraccionista. Como já vimos na curva de Philips, um pico provoca um aumento das taxas de juro que provoca períodos de inflação que possui muitos custos para a economia.

No entanto, o atual enquadramento económico é muito diferente do de 2003. Como podemos observar na Tabela 3 em vez de impedir que a inflação suba demasiado, temos agora de assegurar que não desce para níveis demasiado baixos, sendo muitas as razões que levaram a inflação a descer nos últimos anos, estando relacionadas com o funcionamento da nossa economia e esses desenvolvimentos não estão todos sob o controlo dos bancos centrais.

Nos últimos meses de 2021, a taxa de inflação tem sido demasiado elevada, mas o crescimento da economia tem vindo a abrandar. Em resposta ao aumento da taxa de inflação, o banco central europeu subiu as taxas de juro de forma a manter as expectativas de inflação sobre controlo, uma vez que, se as pessoas e as empresas considerarem que a inflação elevada persistir, é provável que os trabalhadores exijam salários mais elevados e que os empregadores subam os preços dos produtos e serviços, o que, muitas vezes designa-se por “espiral salários-preços”. Ao aumentar as taxas de juro o acesso ao crédito tornasse-a mais caro e melhorará a remuneração da poupança – para evitar uma espiral desta natureza, impedindo que as expectativas de inflação mais elevada se enraízem na economia (Banco Central Europeu, 2022). Ainda assim, o aumento das taxas de juro por si só não resolverá todos os problemas, taxas de juro de mais elevadas não tornarão os produtos importados mais baratos, nem tornarão os recursos atuais das empresas mais eficientes e produtivos.

Neste sentido, é de relevar que a política monetária apresenta algumas limitações: primeiramente a taxa de juro a curto prazo não pode ser negativa pois é o único instrumento de política económica que o banco central possui, em segundo lugar, um país sem moeda própria não pode ter uma política monetária própria.

Porém, o BCE de forma a influenciar as expectativas usadas para tomar decisões de despesas, empréstimos e investimento, estabeleceu um objetivo claro, previsível e fácil de entender – uma taxa de inflação de 2%. Uma inflação demasiado baixa durante demasiado tempo pode influenciar a forma como as pessoas esperam que os preços evoluam no futuro, passando a esperar que assim permaneça. Estabelecer um objetivo de taxa de inflação, contribui para que as pessoas esperem futuras variações de preços em torno deste objetivo, o que, por sua vez, nos ajuda a manter os preços estáveis. De outro modo, com expectativas muito inferiores ao objetivo, existiriam muitas dificuldades em guiar a evolução dos preços na economia no sentido de a taxa de inflação regressar ao objetivo visado. O BCE, ao manter a inflação num nível próximo do objetivo, ajuda a evitar que as pessoas formem tais expectativas.

Ainda assim, pode existir o caso de a política monetária não ser uma opção de política. Os membros da União Europeia renunciaram à sua política monetária própria quando se

uniram para formar a União Monetária. O Banco Central Europeu (BCE) fixa as taxas de juro porque e controla a base monetária utilizada por todos bancos da zona euro. Esta taxa de juro poderia ser mais apropriada para alguns estados membros do que para outros. Quando ocorreu a crise financeira global, o desemprego na Alemanha era baixo e estava a reduzir ainda a níveis mais baixos, enquanto no sul dos países pertencentes à União Europeia, como Portugal, Espanha e Grécia, era bastante alto e crescia exponencialmente. Pelo que nesta altura houve um descontentamento com o BCE porque a política monetária adotada tinha sido demasiado restritiva e foi adotada durante demasiado tempo para as necessidades que havia na altura.

Posto isto, através da taxa de inflação, a política monetária consegue manipular as taxas de juro influenciando positivamente a procura agregada, sendo o principal objetivo atingir a estabilidade de preços. No entanto este processo não é simples, uma vez que o atual enquadramento económico é muito diferente do de 2003, tendo agora de assegurar que a inflação não desce para níveis demasiado baixos, sendo muitas as razões que levaram a inflação a descer nos últimos anos, estando essencialmente relacionadas com o funcionamento da nossa economia e esses desenvolvimentos não estão todos sob o controlo dos bancos centrais.

No período prévio à pandemia de COVID-19, em Portugal, deram-se cinco períodos de recessão em quatro décadas. Cronologicamente podemos identificar:

Tabela 4 - Datação dos Ciclos Económicos Portugueses

Duração em Trimestres					
Máximo	Mínimo	Recessão	Expansão	Ciclo (entre máximos)	Ciclo (entre mínimos)
1983	1984	4	-	-	-
1992	1993	5	33	37	38
2002	2003	5	34	39	39
2008	2009	4	19	24	23
2010	2013	10	6	12	16
2019	2020	2	27	37	29

Fonte: Adaptado, Banco de Portugal.

O período entre 1983 e 1984, consequência do choque petrolífero global vivido em 1983, o segundo, entre 1992 e 1993, gerado maioritariamente por fontes externas – como a

primeira guerra do Golfo – mas também por fontes internas – nesta fase o escudo estava em forte desvalorização simultaneamente foram aplicadas políticas monetária e orçamental restritivas (Comité de datação dos ciclos económicos portugueses, n.d.-b); o terceiro, entre 2002 e 2003, após a adesão à moeda única (o euro), deu-se uma recessão causada por políticas de restrição orçamental e contenção de déficit (Comité de datação dos ciclos económicos portugueses, n.d.-c); o quarto momento de recessão, entre 2008 e 2009, correspondeu, por sua vez, a uma crise internacional, de origem financeira, provocada pela desregulamentação dos empréstimos à habitação do mercado dos Estados Unidos da América (Comité de datação dos ciclos económicos portugueses, n.d.-d); o quinto momento acontece já na segunda década de 2000, entre 2010 e 2013 considerada “a mais longa e severa das crises ”(Comité de datação dos ciclos económicos portugueses, n.d.-e). Ainda no rescaldo da crise financeira de 2008, a dívida pública e privada atingia níveis elevados, o que gerou desconfiança dos investidores na aquisição de títulos de dívida, resultando no aumento das taxas de juro cobradas nos empréstimos aos países. A elevada dependência da economia portuguesa a financiamento externo, colidiu inevitavelmente num conjunto de resgates liderados pela troika, grupo constituído pela Comissão Europeia (CE), Banco Central Europeu (BCE) e Fundo Monetário Internacional (FMI). Esta recessão acabou por ter efeitos que perduraram no tempo, como é o caso de algumas medidas extraordinárias tomadas no momento de resgate e que se mantiveram até ao ano de 2020. (idem). O último momento começou em 2020 com a crise COVID-19 que perdura até ao momento.

Posto isto, vamos analisar detalhadamente as causas e consequências destas crises financeiras e o impacto nos principais indicadores económicos juntamente com as políticas adotadas.

5. CRISES ECONÓMICAS EM PORTUGAL

5.1 Crise 1983- 1984

Em 1979 a economia global sofreu um choque petrolífero, na sequência de uma crise política no Irão, um dos principais produtores mundiais da matéria-prima. Entre 1979 e 1981, o preço do petróleo subiu muito rapidamente, provocando uma redução no investimento e do emprego, derivado do aumento das taxas de juro. Em economias muito dependentes do petróleo, esta subida fez-se sentir em cadeia numa série de produtos e serviços. Os EUA estiveram em recessão entre 1981 e 1982, enquanto os 11 membros iniciais da Zona Euro (e a Grécia) passaram por uma recessão particularmente longa (Valério, 2020).

Em Portugal, entre 1978 e 1979 viveu-se um breve período de crescimento depois da estabilização macroeconómica implementada no primeiro programa de assistência técnica e financeira do Fundo Monetário Internacional, no entanto, apenas a partir de 1983 sentiu-se o impacto do choque petrolífero na economia portuguesa.

A Figura 6 retrata o comportamento temporal dos indicadores PIB, taxa de inflação e taxa de desemprego, permitindo identificar a evolução cíclica da economia e os seus pontos de viragem, entre 1982 e 1990:

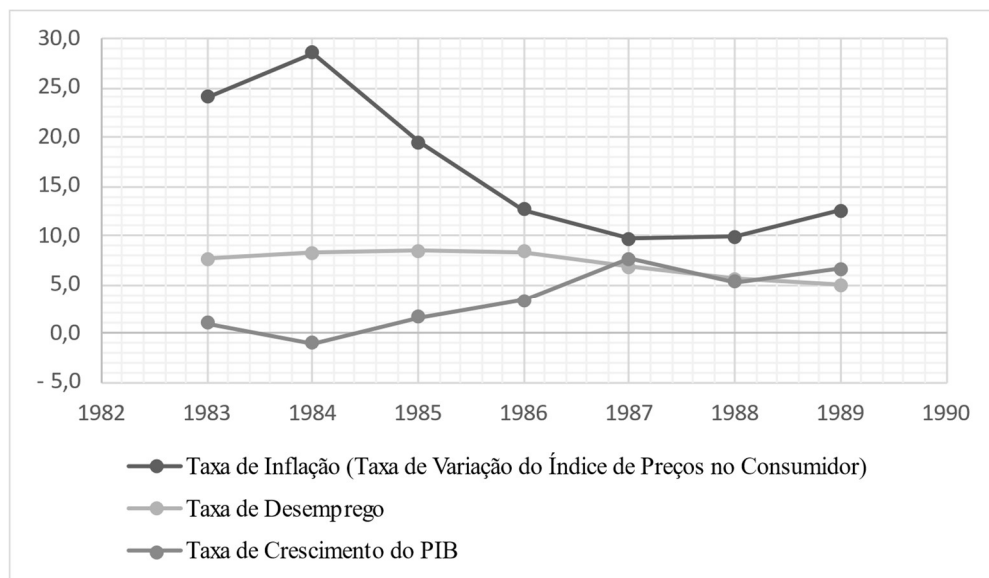


Figura 6 - Comportamento temporal dos indicadores PIB, taxa de inflação e taxa de desemprego

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Como observamos na Figura 6, embora o choque petrolífero se tenha iniciado em 1979, apenas fez-se sentir na economia portuguesa em 1983, uma vez que, Portugal na época tinha uma economia relativamente fechada, e por isso, menos permeável a choques externos. Assim, o PIB atingiu o mínimo em 1984, com uma taxa de crescimento negativa na em 1,04%, fruto da redução do investimento e uma subida das taxas de juro, sendo a sua recuperação gradual, apenas em 1986 quando a economia tendeu a estabilizar recuperou a taxa de crescimento para 3,32%.

A taxa de desemprego cresceu gradualmente neste período de recessão apresentando uma taxa de 7,60% em 1983, vindo a aumentar 0,30% nos dois anos seguintes, característico de um indicador atrasado relativamente ao comportamento temporal dos ciclos económicos, uma vez que, a taxa de desemprego apenas atinge os seus mínimos à posteriori dos mínimos do PIB. Assim, quando existe um decréscimo no PIB, consequentemente temos uma subida da taxa de desemprego, apresentando uma correlação negativa entre as variáveis, característico de um indicador anti cíclico. De acordo como Figura 7 existe uma correlação de aproximadamente 0,65 entre as variáveis, no entanto, existe uma maior correlação entre as variáveis nos anos de 1983 e 1984, estando estes pontos mais próximos da linha de regressão, fase em que a economia estava a atravessar um período de recessão, contrariamente verificamos que quando a economia

tendeu a estabilizar estes pontos distanciam-se do gráfico, como verificamos nos anos de 1986 e 1987.

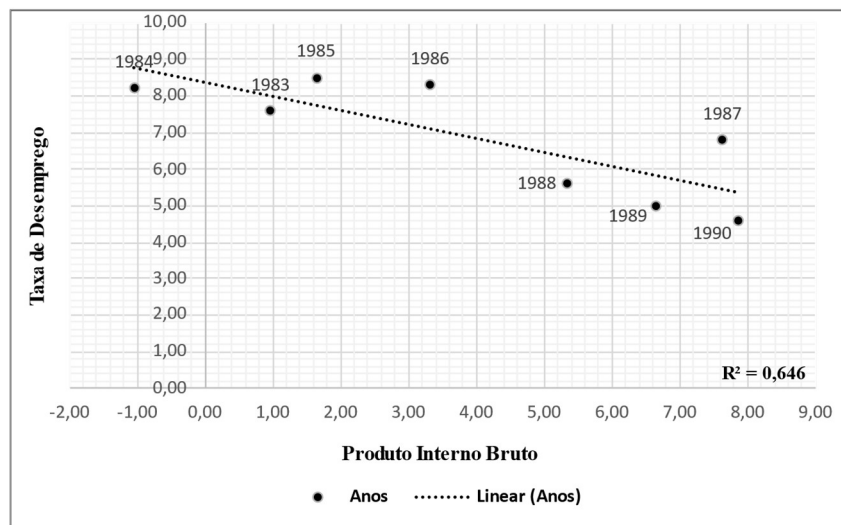


Figura 7 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Relativamente à taxa de inflação, desde 1980 que foram implementadas políticas monetárias expansionistas que originaram um aumento da taxa de inflação, que tal como o PIB, atingiu o seu máximo em 1984 com uma taxa de 28,5%, sendo por isto um indicador coincidente dos ciclos económicos. Embora a taxa de inflação seja uma variável pro-cíclica, pode igualmente apresentar comportamentos anti cíclicos, reflexo da anterior adoção de políticas monetárias expansionistas que levaram a um aumento da taxa de inflação, e por consequência uma diminuição do PIB. Conforme a análise da Figura 7, concluímos que contrariamente à correlação entre a variável PIB e taxa de desemprego, as variáveis PIB e taxa de inflação possuem uma correlação bastante forte, uma vez que, uma variação aproximadamente 78,00% da variação do PIB é explicada pela variação na taxa de inflação, sendo esta correlação mais evidente nos anos de 1983, 1987 e 1989.

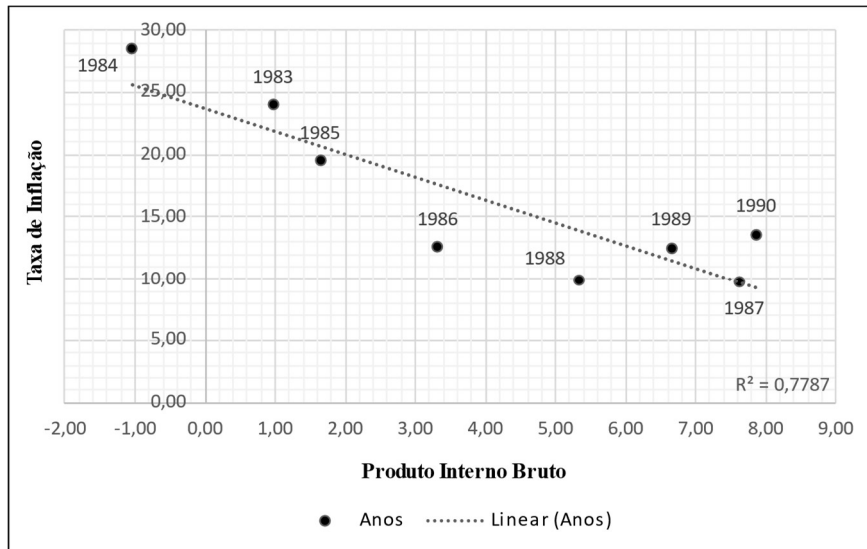


Figura 8 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Na análise entre as variáveis taxas de desemprego e taxa de inflação verificamos que existe uma correlação positiva, de aproximadamente 33,00% entre as variáveis. Num período marcado pela subida da taxa de inflação os preços dos produtos ficam mais caros, não existindo um acompanhamento dos salários por parte das empresas, o que provoca uma perda do poder de compra, sendo notório uma maior correlação nos anos de crise entre 1983 e 1984 com os pontos mais próximos da linha da regressão, enquanto nos anos seguintes em que a economia tende a estabilizar a correlação é menos evidente.

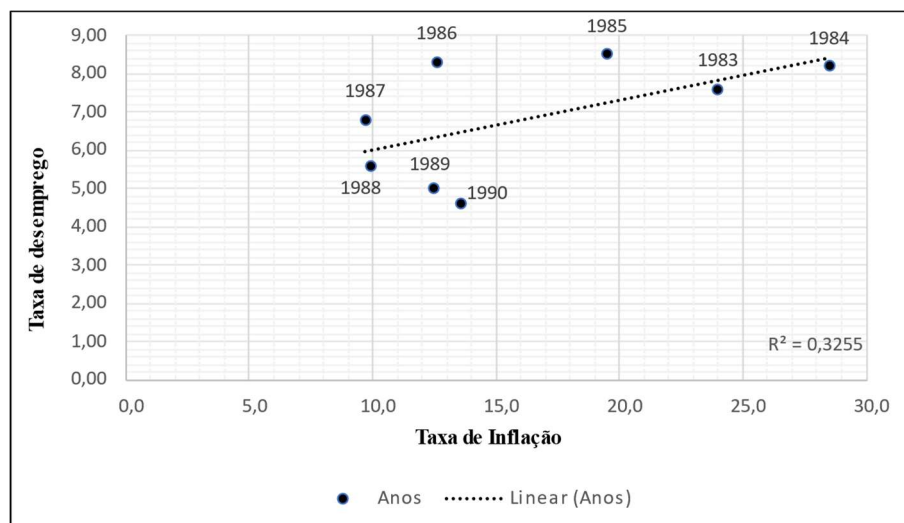


Figura 9 – R Ajustado: Taxa de inflação e taxa de desemprego

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Estas oscilações levaram a que em outubro de 1983, se recorresse novamente ao FMI que impôs um severo programa económico, desvalorizando o escudo, aumentando preços de produtos básicos e taxas de juro, congelou-se o investimento público e criou-se um imposto extraordinário sobre os lucros, provocando várias greves e manifestações, que originou uma convulsão social.

5.2 Crise 1992- 1993

Após a adesão à Comunidade Económica Europeia (CEE) em 1986, a Economia Portuguesa expandiu-se continuamente, beneficiando da abertura da economia ao exterior de ganhos significativos de troca internacionais e da relativa estabilidade política, uma vez que, com a adesão ao mercado único, houve a modernização de alguns setores, o arranque do programa de reprivatizações, chegada de fundos europeus em maior quantidade e o país investiu em infraestruturas (Correia, 2020).

No exterior, os regimes do Bloco de Leste colapsavam na Europa. A queda do Muro de Berlim ocorreu em novembro de 1989 e abriu caminho à reunificação das duas Alemanhas, com a incorporação da antiga República Democrática da Alemanha na República Federal da Alemanha. O processo político foi conduzido de forma rápida, mas veio a ter custos económicos. A grande expansão da despesa pública na Alemanha, associada à construção de infraestruturas no Leste do país, colocou pressão sobre a inflação, sendo que, para a controlar, o banco central alemão procedeu à subida das taxas de juro. Para manter a paridade das moedas que faziam parte do mecanismo europeu das taxas de câmbio (MTC) com o marco alemão, os restantes bancos centrais europeus tiveram de subir as suas taxas de juro (Valério, 2020).

A nível interno, a fase de expansão que caracterizou a segunda metade dos anos 80 gerou pressões inflacionárias, conforme os dados do Banco de Portugal e do INE a taxa de inflação em 1990 subiu para 13,6%, 7 pontos percentuais acima da média comunitária, já o PIB, desceu de 7,86% para 3,37%, no entanto a taxa de desemprego desceu embora com menos impacto de 4,60% para 4,10%.

A Figura 10 retrata o comportamento temporal destes indicadores, permitindo identificar a evolução cíclica da economia e os pontos de viragem dos ciclos económicos, entre 1990 e 1995:

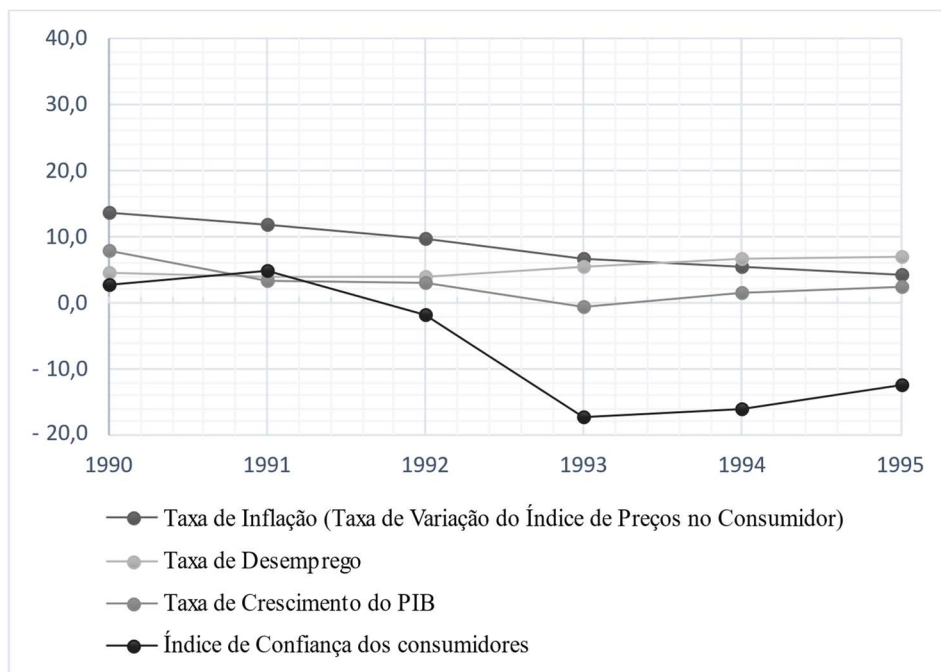


Figura 10 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

De acordo como Figura 10, o PIB atingiu o mínimo em 1993 com uma taxa de crescimento negativa de 0,69% fruto da quebra nas exportações e do investimento. Desde 1984 que o PIB não apresentava uma taxa de crescimento negativa. Esta taxa de crescimento provem essencialmente da quebra nas exportações, que, conseqüentemente causou uma contração económica, ficando esta recessão marcada pelo choque externo das exportações e do investimento.

Relativamente à taxa de desemprego, esta apresentou um comportamento atípico em relação aos outros indicadores, o fim da recessão levou a uma inflexão ligeira no seu crescimento, mas ainda assim continuou a subir mesmo depois do ciclo económico ter atingindo a recessão, este comportamento é característico deste indicador, uma vez que é caracterizado como um indicador atrasado dos ciclos económicos, servindo apenas para confirmação dos pontos de viragem. A Figura 11 evidencia a correlação negativa entre as variáveis taxas de desemprego e PIB. Quando existe um aumento do PIB conseqüentemente ocorre uma diminuição na taxa de desemprego e vice-versa, caracterizando-se por variável anti cíclica. Contudo, existe uma maior correlação entre estas variáveis no período de recessão de 1993 e 1994 e posteriormente em 1989 e 1990,

sendo 11,00% destas variações no PIB explicadas pela variação na taxa de desemprego. Este espaçamento temporal é característico deste indicador, uma vez que, quando a economia desacelera ainda existe procura de emprego, embora no mesmo período o número de despedimentos aumente. Além disto, quando a economia entra em crescimento económico, os últimos fatores produtivos a serem readicionados pelas empresas é o fator trabalho, pelo que existe um desfasamento deste indicador.

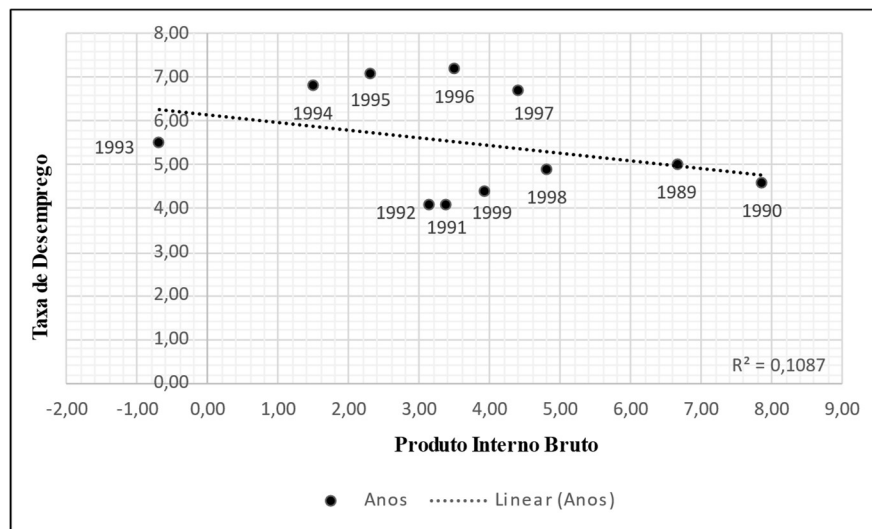


Figura 11 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

A taxa de inflação é um indicador coincidente dos ciclos económicos, movendo-se com o próprio ciclo e tal e qual como o PIB apresentou um decréscimo significativo ao longo deste período, uma vez que os preços ao consumidor são mais sensíveis às mudanças nas condições predominantes do mercado. Apresentava assim, valores uma percentagem de 13,6% em 1990, vindo a descer ao longo dos anos, apresentando em 1995 o valor de 4,20%. Quando Portugal aderiu à Comunidade Europeia em Janeiro de 1986, conforme os dados do Banco de Portugal, o país registava a segunda taxa de inflação mais elevada dos doze Estados-membros (apenas a Grécia registava uma taxa de inflação superior), nesse período a desinflação passou a ser uma prioridade da política económica, com o objetivo de quebrar o ciclo vicioso de inflação e desvalorização cambial, permitindo assim uma redução sustentada da taxa de inflação. Ao mesmo tempo, os agentes económicos foram encorajados a negociar os aumentos salariais tendo por base a inflação esperada e não a inflação passada, assim, a inflação, que atingiu aproximadamente 30% em 1984, caiu para níveis geralmente considerados compatíveis com a estabilidade de

preços no final dos anos 90. Numa fase inicial, a desaceleração dos preços beneficiou da evolução favorável dos preços internacionais (incluindo os preços do petróleo) e de aumentos da produtividade na economia portuguesa, pelo que, ambos os fatores contribuíram para uma descida acentuada da taxa de inflação ao mesmo tempo que se observava um forte crescimento da atividade.

No Figura 12, visualizamos uma correlação positiva entre as variáveis taxas de inflação e PIB. A taxa de inflação é um indicador apresenta-se como um indicador de sua natureza pró-cíclico, ou seja, comparativamente com o PIB, quando este se encontra abaixo da tendência a taxa de inflação também está abaixo da tendência, e vice-versa. Neste contexto, sabemos que a taxa de inflação ao longo deste período tendeu a diminuir de ano para ano, tal e qual como o PIB, apresentando maior correlação nos anos de crise entre 1983 e 1984, em que, aproximadamente 16% das variações no PIB são explicadas pela variação na taxa de inflação. Esta correlação não apresenta uma percentagem significativa, sendo que, a correlação entre estas duas variáveis não é por si só explicativa para este período de recessão por apresentar uma percentagem de correlação inferior a 50% de relação entre as variáveis.

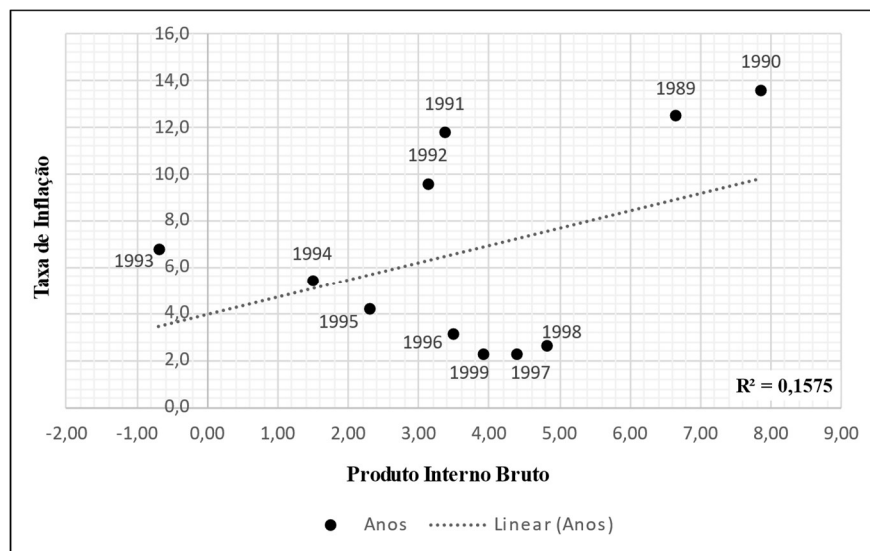


Figura 12 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB.

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

O índice de confiança dos consumidores caiu 19,07% entre 1992 e 1993, registrando pela primeira vez valores negativos, sendo caracterizado como um indicador coincidente dos ciclos económicos, uma vez que atingiu o seu mínimo ao mesmo tempo que o PIB. Esta queda deveu-se à perda de otimismo dos consumidores relativamente à economia proveniente da contração económica que se fazia sentir, principalmente nos sectores de material de transporte, de construção e de imobiliário sendo os mais afetados neste período de recessão, conforme os dados do Banco de Portugal. A Figura 13 apresenta a relação entre o PIB e o índice de confiança dos consumidores, em que, aproximadamente 61,00% das variações no PIB são explicadas pela variação no índice de confiança do consumidor, apresentando uma correlação bastante significativa, no entanto, é observável que, existe maior correlação nos anos 1990 e 1993.

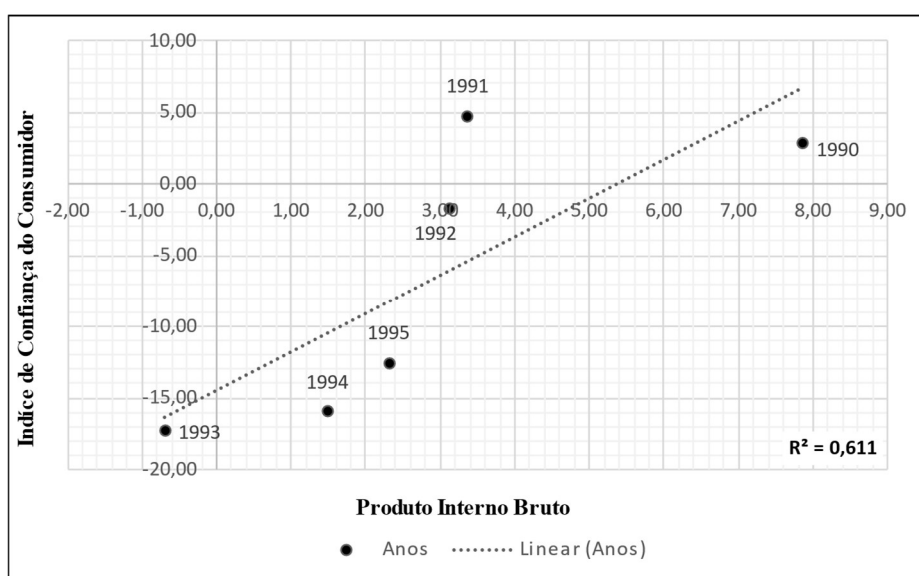


Figura 13 – R Ajustado: índice de confiança dos consumidores e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Assim, estas oscilações na economia foram suaves comparativamente a outras oscilações que levaram a períodos de recessão longos e duradouros, tendo sido essencialmente marcada pela quebra de uma fase longa de expansão da economia portuguesa. Foi uma recessão ligada ao contexto externo como uma quebra nas exportações e no investimento na sequência do aumento dos preços do petróleo e da recessão na zona euro associada à instabilidade no mercado cambial.

5.3 Crise 2002- 2003

Na década de 1990, Portugal fez a sua caminhada para a adesão à moeda única, baixando o défice, a dívida, a inflação e as taxas de juro. A entrada na zona euro, levou em Janeiro de 1999 a uma expansão do investimento e do consumo.

No plano externo, a economia alemã viveu um período de estagnação da atividade económica entre 2000 e 2005, tendo algum impacto nas exportações portuguesas, porém, este impacto não foi suficiente para explicar esta recessão em Portugal.

A União Económica e Monetária permitiu uma maior integração económica dos países que nela participavam, possibilitando a liberdade de comércio externo. Porém, foi uma questão de tempo até desaparecer a arma de protecionismo implícito na manipulação das taxas de câmbio na economia Portuguesa. Para Portugal, pertencer ao euro significa ter a mesma moeda que a Alemanha, a França, a Holanda ou a Dinamarca, mas apenas cerca de metade da sua produtividade, bem como a existência de uma Política Monetária Única. A consequência disto foi a incapacidade de colocação de produtos nacionais nos mercados parceiros numa proporção capaz de compensar aqueles que são importados. Foi assim que o endividamento externo bruto chegou a mais de 100 por cento do PIB. Por outro lado, a contração do investimento público no contexto das políticas impostas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento devido ao descontrolo das finanças públicas nos anos anteriores juntamente com a demissão inesperada do governo em 2001, provocou incerteza política, sendo o impulsionar de uma recessão em 2002 (Tavares, 2020).

Esta recessão marcou uma mudança na estrutura da economia portuguesa no que respeita ao crescimento económico e aos ciclos económicos. A Figura 14 retrata o comportamento temporal destes indicadores, permitindo identificar a evolução cíclica da economia e os pontos de viragem dos ciclos económicos, entre os anos de 2000 a 2006:

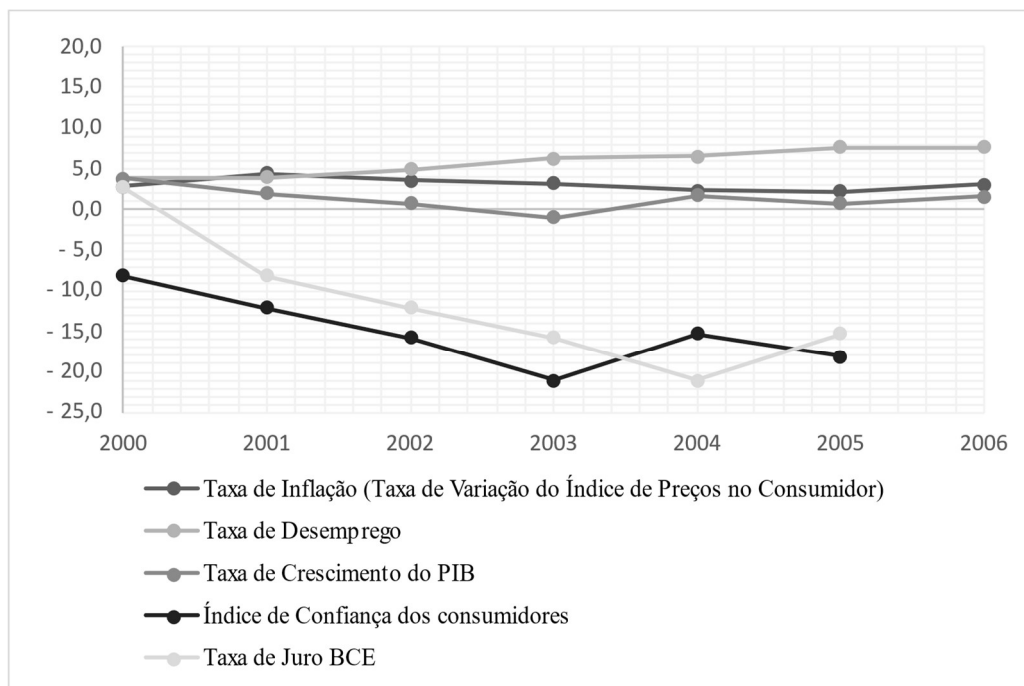


Figura 14 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

O crescimento do PIB atingiu o mínimo local em 2003, desde 1984 que o PIB não tinha um valor tão baixo, atingindo neste ano um valor negativo de -1,04. Esta redução provinha essencialmente da grande quebra no investimento público e privado e no consumo, sobretudo nos bens duradouros provocado por uma descida no índice de confiança dos consumidores.

A taxa de desemprego sendo um indicador atrasado dos ciclos económicos esperava-se que apresentasse uma subida apenas depois de o PIB atingir o seu mínimo local, no entanto, a taxa de desemprego tinha vindo a subir de forma acelerada desde 2001, além disso, contrariamente aos períodos de recessão anteriores, não se verificou uma estabilização nos anos seguintes.

A taxa de inflação, apresenta-se teoricamente como um indicador coincidente dos ciclos económicos, esperando-se que atinja o pico ou depressões ao mesmo tempo que o PIB, no entanto neste período comportou-se como um indicador atrasado dos ciclos económicos, atingindo o seu valor mais baixo ao mesmo tempo que o PIB apenas no ano de 2004 e 2005, no entanto veio a decrescer desde 2001 juntamente com o PIB.

O Índice de confiança dos consumidores tal como a inflação é um indicador coincidente dos ciclos económicos, quer o PIB quer o índice de confiança dos consumidores tiveram os seus mínimos locais em 2003. A mudança nas expetativas, nomeadamente a falta de confiança dos investidores provoca uma redução nos preços das ações bem como uma diminuição do investimento, criando-se um efeito multiplicador, uma vez que menos investimento gera menos receita que por sua vez força as famílias a reduzir gastos, o que faz diminuir ainda mais a receita agregada.

Recorrendo ao método de regressão linear simples enquadrámos estes indicadores macroeconómicos como variáveis pro-cíclicas ou anti cíclicas analisando a correlação com o PIB e entre as variáveis para o período de 1989 a 1995.

Relativamente às variáveis PIB e taxa de desemprego visualizamos na Figura 15 a correlação. Aproximadamente 24,00% das variações do PIB são explicadas pela variação na taxa de desemprego, pelo que, não apresenta uma correlação significativa, ainda assim, é notório uma maior correlação no período de recessão de 2001 e 2002. Embora nos últimos anos a taxa de desemprego tenha sido ligeiramente anti cíclica, por estar negativamente correlacionado com os desvios do PIB, a partir de 2001 a taxa de desemprego subiu de forma acelerada não decrescendo depois do vale obtendo um comportamento diferente ao verificado nos anos de recessão anteriores.

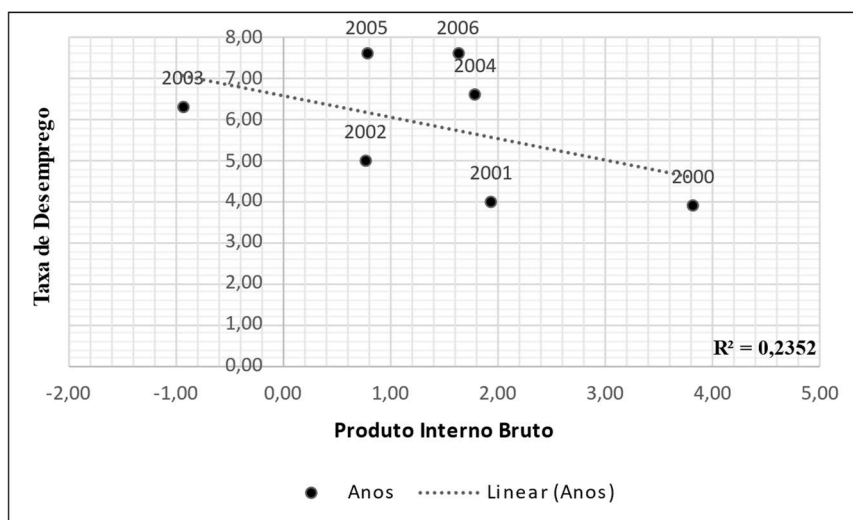


Figura 15 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Para as variáveis PIB e taxa e inflação, visualizamos no Figura 16 a correlação. Aproximadamente 0,0003% das variações do PIB são explicadas pela variação na taxa de inflação, pelo que, podemos assumir que não existe correlação entre estas variáveis. Sendo a taxa de inflação uma variável pro-cíclica por ter uma correlação positiva relativamente ao PIB, neste período de recessão basicamente não apresenta correlação. Sendo as alterações do PIB explicadas por outras variáveis com correlação mais significativa.

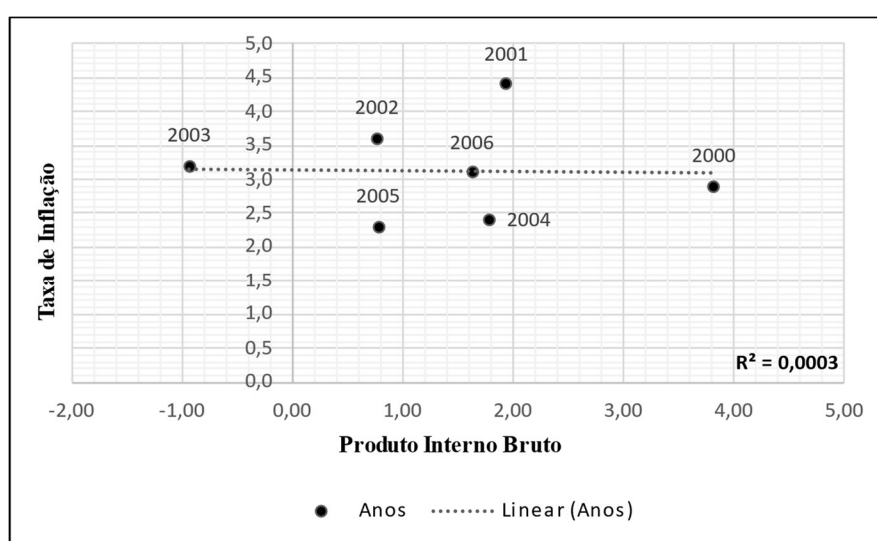


Figura 16 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Na análise do indicador índice de confiança do consumidor e PIB, visualizamos na Figura 17 uma correlação positiva, característica deste indicador, uma vez é caracterizado como pro-cíclico. Aproximadamente 90,00% das variações no índice de confiança do consumidor são explicadas pela variação no PIB, pelo que podemos assumir que existe uma forte correlação entre estas variáveis, sendo mais evidente para os anos de 2001, 2002 e 2003. Esta crise foi marcada pela mudança nas expetativas, que gerou uma redução nos preços das ações bem como uma diminuição de investimento, justificando a grande percentagem de correlação entre as variáveis.

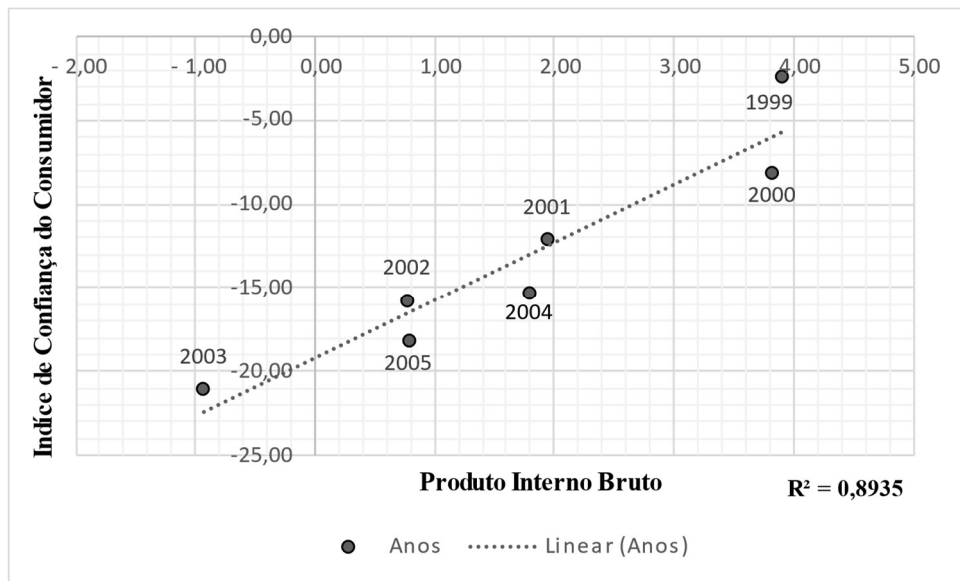


Figura 17 - R Ajustado: Índice de confiança dos consumidores e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal.

Em suma, podemos concluir que o indicador que mais se destaca nesta crise é o índice de confiança do consumidor, pelos motivos já mencionados. Ainda assim, é de notar que esta recessão foi marcada por uma mudança estrutural na economia portuguesa, tanto ao nível do crescimento económico como nos ciclos económicos. O PIB atingiu o valor, mas baixo desde 1984 e a taxa de crescimento tende para zero nos anos seguintes a esta recessão, como podemos observar na Figura 17. Além disto, esta recessão foi a primeira em contexto da zona euro e que as políticas macroeconómicas adotadas anteriormente caíram em desuso, não podendo usar as taxas de câmbio a nosso favor, e por último a taxa de desemprego teve um comportamento bastante diferente das recessões anteriores, uma vez que após o período de recessão não houve uma estabilização do seu crescimento.

5.4 Crise 2008- 2013

No Verão de 2007 começaram a ocorrer problemas no sistema financeiro americano, provocado pela descida de preços do imobiliário e pelos resultados das instituições de crédito. Empréstimos de alto risco foram demasiado facilitados, desde cartões de crédito, carros e férias, levando à insolvência de alguns bancos, nomeadamente o banco Lehman Brothers. Além disto, foi notória a quebra no valor dos ativos financeiros e a desconfiança

que se instalou no sistema interbancário contribuindo para a redução da disponibilidade de financiamento à economia. Inevitavelmente a crise designada por crise do sub-prime rapidamente gerou efeitos na bolsa de valores de todo o mundo. Esta recessão tocou quase todos os países, com peso significativo no comércio internacional, entre o final de 2007 e a primeira metade de 2008, provocando uma dependência da política do banco central europeu no controlo da inflação (Carillo, 2020).

Em Portugal, em dezembro de 2008, foi anunciado um pacote extraordinário para estimular a economia; no entanto, tal fez com que a dívida pública conforme os dados do Banco de Portugal, aumentasse de 72,7% do PIB em 2007 para 87,8% em 2009, sendo posteriormente adotada uma política monetária expansionista, em que, naturalmente o Banco Central Europeu sentiu a obrigação de reduzir a taxa de juro, levando as instituições financeiras monetárias a descer a sua taxa de inflação e assim aumentar a procura agregada.

Nos anos seguintes, entre 2009 e 2010, a economia portuguesa apresentou um breve período de crescimento económico, passando dos 0,3% em 2008 para 1,7% em 2010, no entanto, esta curta expansão não foi o suficiente para estabilizar a economia, sendo de notar que apenas em 2017 recuperamos os valores do PIB que tínhamos em 2008.

Ao longo dos períodos seguintes, as taxas de juro rapidamente aumentaram, alastrando-se a crise da dívida pública pelo sistema bancário, causando contrações no crédito, cortes na despesa e aumento de impostos, na tentativa de estabilização da economia. Em abril de 2011, Portugal sentiu necessidade de recorrer ao programa de assistência económica e financeira – troika – composta pelo Fundo Monetário Internacional, Banco Central Europeu e pela Comissão Europeia, gerando ainda mais dívida do que a que já tínhamos, com a expectativa de redução dos custos de produção, promover a concorrência e aumentar a produtividade.

A Figura 18 retrata o comportamento temporal destes indicadores, permitindo identificar a evolução cíclica da economia e os pontos de viragem dos ciclos económicos, entre 2007 e 2015:

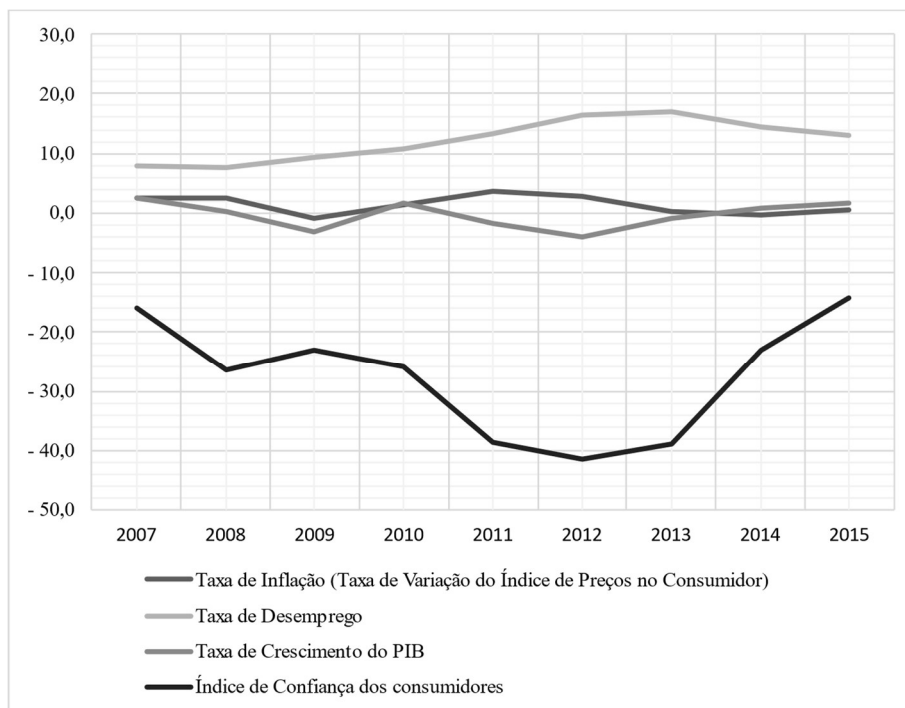


Figura 18 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

Da análise à Figura 15, observamos que a última recessão de 2003 registou uma taxa de crescimento negativa na ordem dos 0,93%, nos anos seguintes numa fase de crescimento reduzido da economia, o PIB veio a aumentar, registando entre 2007 e 2008 um valor de 0,32%. No entanto, foi em 2009 que se registou o valor mais baixo de todas as recessões anteriores, com uma taxa de crescimento negativa na ordem dos 3,12%, reflexo da quebra no investimento, e nas exportações. Entre 2009 e 2010, a taxa de crescimento do PIB aumentou 4,7% derivado do pacote extraordinário que foi adotado em 2008 para estimular a economia, que, como observamos não foi o suficiente, uma vez que, entre 2011 e 2013 registamos um novo mínimo histórico com taxa de crescimento negativa do PIB, em 4%, período em que foi implementado o programa de assistência económica e financeira. Apenas em 2017 o PIB recupera os valores de 2008.

Relativamente à taxa de desemprego, sendo um indicador atrasado dos ciclos económicos, é natural que a sua inflexão seja notória depois de o PIB atingir os seus mínimos. No entanto, subiu desde a recessão de 2002 e 2003, atingindo novamente o seu máximo em 2009 com uma taxa 9,40% e posteriormente em 2013 com uma taxa de 17,1% fruto dos períodos de inflação que se observaram durante os anos anteriores. No que

respeita à sua correlação observamos que à semelhança dos períodos de recessão anteriores, existe uma correlação negativa relativamente ao PIB, e por isto, confirma-se o seu comportamento anti cíclico. Aproximadamente 17 % das variações do PIB são explicadas pela variação na taxa de desemprego, pelo que, não apresenta uma correlação significativa, ainda assim, é notório uma maior correlação no início deste período de recessão, em 2007 e 2008 e posteriormente em 2014, quando a taxa de desemprego tendeu a diminuir.

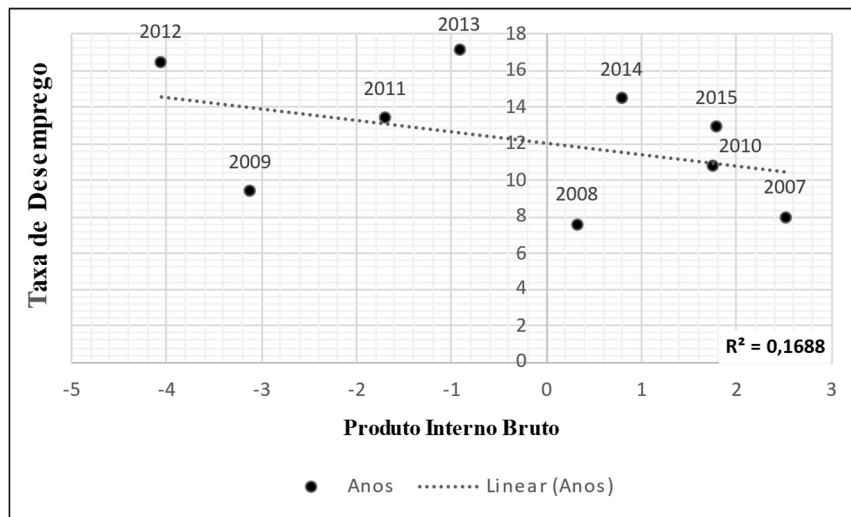


Figura 19 - R ajustado: Taxa de desemprego e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

No entanto, desde 2008 que Portugal esteve muito dependente da política do Banco Central Europeu no controlo da inflação. Analisando a taxa de inflação como um indicador coincidente dos ciclos económicos, concluímos que, no ano de 2009 registou pela primeira vez uma taxa negativa, sendo esta descida reflexo de até então ter sido adotada uma política monetária expansionista, em que uma descida da taxa de juro pelo Banco Central Europeu provocava uma descida na taxa de inflação. Para as variáveis PIB e taxa e inflação, visualizamos no Figura 20 a correlação, ou seja, aproximadamente 0,0002%, das variações do PIB são explicadas pela variação na taxa de inflação, pelo que, podemos assumir que não existe correlação entre estas variáveis. Sendo a taxa de inflação uma variável pro-cíclica por ter uma correlação positiva relativamente ao PIB, neste período de recessão basicamente não apresenta correlação. Sendo as alterações do PIB explicadas por outras variáveis com correlação mais significativa como é o caso do índice de confiança do consumidor.

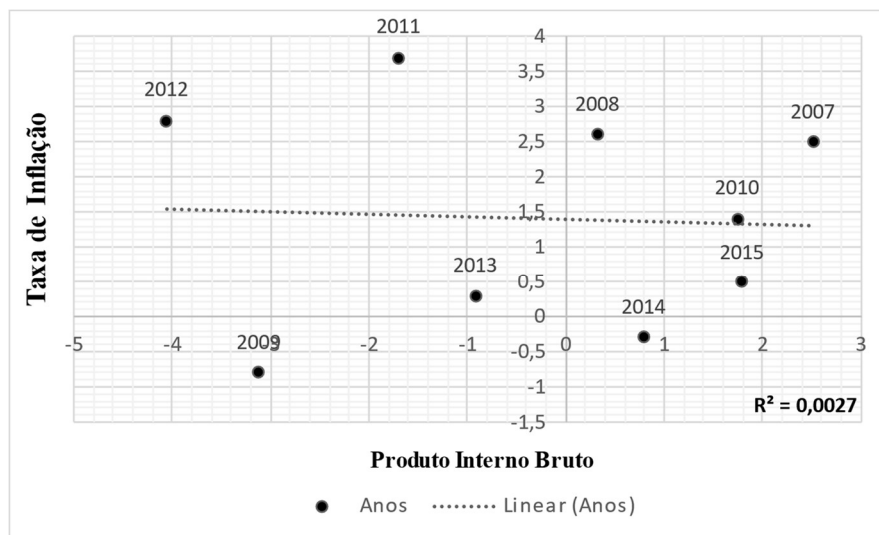


Figura 20 – R Ajustado : Taxa de inflação e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

Na análise do índice de confiança dos consumidores, rapidamente percebemos que existe uma grande desconfiança dos consumidores em relação à economia, uma vez que apresenta valores negativos, que se vêm a verificar desde 1990. Na análise da Figura 20 conseguimos perceber que aquando o PIB atingiu o mínimo em 2009, verificou-se de igual forma um mínimo neste indicador, no entanto, após este período, os valores decresceram de forma acentuada, caracterizando-se por isso como um indicador atrasado dos ciclos económicos. Porém, nos anos seguintes, tal e qual como o PIB, este indicador atingiu o seu mínimo histórico entre o período de 2011 e 2013, com um índice negativo de 41,40%, e por isto, neste período caracterizamos como um indicador coincidente dos ciclos económicos. Na Figura 21, observamos uma correlação positiva entre as variáveis, característico deste indicador, uma vez é caracterizado como pro-cíclico. Aproximadamente 50,00% das variações no índice de confiança do consumidor são explicadas pela variação no PIB, sendo mais evidente para os anos de 2008, 2014 e 2011. Como já vimos, desde 1990 que este índice apresenta valores negativos, apresentando diminuições menos acentuadas nos períodos de breve crescimento económico, sendo natural os valores destes índices, uma vez que existe instabilidade económica bastante acentuada.

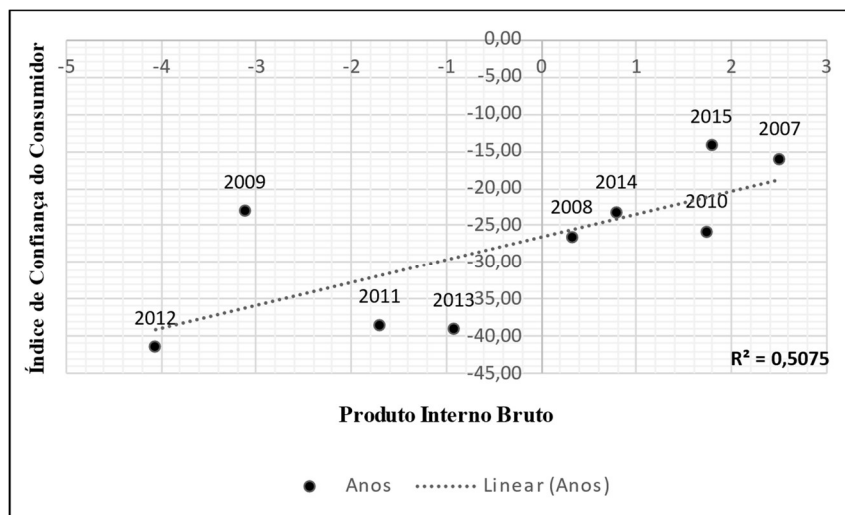


Figura 21 - R Ajustado: Índice de confiança dos consumidores e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

Assim, a recessão de 2008 e 2009 teve com uma âncora o sector financeiro estendendo-se por todo o mundo, enquanto a recessão de 2010 e 2013 teve raiz na crise das dívidas soberanas europeias, aplicando-se apenas ao continente europeu, no entanto o breve período de crescimento económico não foi suficiente para estabilização da economia, recuperando apenas em 2017 os valores do PIB que tínhamos antes da recessão de 2008.

5.5 Crise 2019- 2020

Depois da grande recessão iniciada em 2008 a economia começou o seu período de verdadeira recuperação a partir de 2014, com uma taxa de crescimento do PIB crescente de ano para ano. Foi apenas em 2017 que o PIB recuperou a taxa de crescimento que tinha antes da recessão iniciada em 2002, apresentando uma taxa de 3,51% (Tavares, 2020, p.1).

No final de 2019, na cidade chinesa de Wuhan confirmaram-se os primeiros casos do vírus covid-19, verificando-se neste período uma ligeira diminuição da taxa de crescimento do PIB em Portugal. Foi uma questão de tempo até o vírus se espalhar por todo o mundo, chegando a Portugal no início do ano de 2020.

Em maio de 2020 o governo viu-se obrigado a decretar o primeiro estado de emergência implementando um conjunto de medidas focadas na restrição de contacto social. Estas

medidas obrigaram ao isolamento social, que levou ao fecho de centros comerciais, de escolas, fronteiras, limitação de circulação na via pública sendo apenas permitida a circulação para bens de primeira necessidade com limitação horária e obrigatoriedade de teletrabalho para os sectores de atividade que não fosse imprescindível serem realizados de forma presencial, sendo que, para as restantes empresas, o governo adotou políticas internas implementando o programa de layoff simplificado que subsidiava os salários dos colaboradores, e do lado da política financeira foi ainda adotado o regime de moratórias ao crédito.

Este conjunto de medidas provocou uma contração no comércio internacional causando recessões em praticamente todas as zonas do mundo, sobretudo em pequenas economias como é o caso de Portugal. Em termos macroeconómicos, verificou-se uma diminuição no consumo por parte das famílias e um aumento da poupança, primeiramente porque foi imposto a restrição do contacto social, e em segundo porque se instalou uma grande incerteza no futuro.

A Figura 22 retrata o comportamento temporal dos indicadores macroeconómicos, permitindo identificar a evolução cíclica da economia e os pontos de viragem dos ciclos económicos, entre 2015 e 2021:

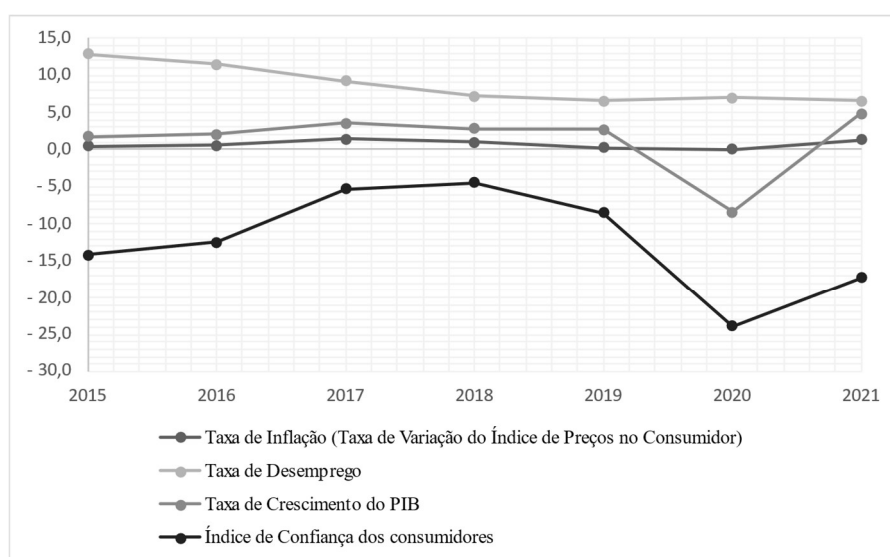


Figura 22 - Comportamento temporal dos indicadores: PIB, taxa de inflação, taxa de desemprego, Índice de confiança dos consumidores

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

Da análise da Figura 22 observamos que a generalidade dos indicadores inverteu a sua tendência a partir de 2020. A taxa de crescimento do PIB desde final de 2014 veio a aumentar até ao final do ano 2018. Em 2020, a taxa de crescimento do PIB registou o valor mais baixo do período em análise com uma taxa de crescimento negativa de 8,5%,.

A taxa de desemprego teve um comportamento diferente comparativamente com outras recessões, embora seja um indicador atrasado dos ciclos económicos, não observamos uma inflexão após o PIB ter atingido o seu mínimo histórico. Este indicador é também um indicador contracíclico, à medida que a taxa de desemprego sobe, existe uma diminuição do PIB, apresentando correlação negativa em todas as recessões anteriores. No entanto, na análise à Figura 23 observamos que nesta recessão este comportamento habitual não se verificou, não existindo praticamente qualquer correlação entre as variáveis, sendo este comportamento justificável, uma vez que, com a aplicação do layoff simplificado muitos trabalhadores continuaram empregados, embora não estivessem efetivamente a trabalhar. Por isto, este indicador não é informativo para esta recessão.

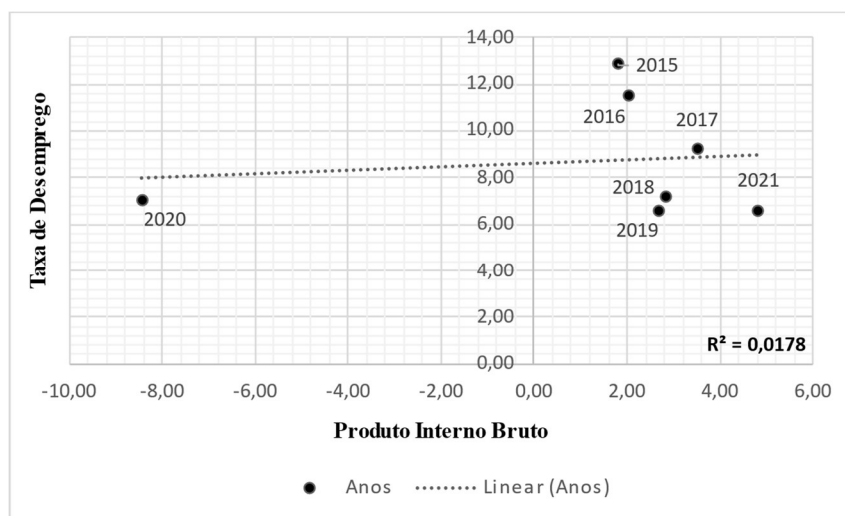


Figura 23 – R Ajustado: Taxa de desemprego e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

De acordo com o Figura 22 o índice de confiança do consumidor, embora presente valores negativos, tendeu a aumentar no final de 2019, apresentando uma taxa negativa de 23,89% em 2020. O índice de confiança do consumidor é um indicador coincidente e pro-

cíclico dos ciclos económicos, do Figura 24 observamos que atinge o pico ao mesmo tempo que o pico do PIB, apresentando também uma correlação positiva, ou seja, à medida o índice de confiança do consumidor decresce, também existe uma descida do PIB, sendo aproximadamente 48% da variação do PIB explicadas pela variação no índice de confiança do consumidor. Isto é justificável na medida em que quando o vírus começou a ter impactos económicos provocou uma grande incerteza nos empresários, no comércio e na indústria, afetando claramente a procura.

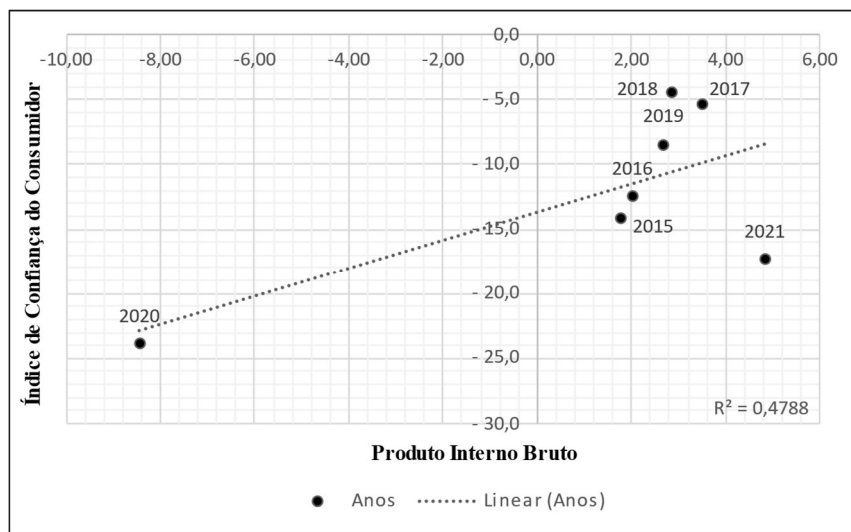


Figura 24 – R Ajustado: Índice de confiança do consumidor e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

A taxa de inflação apresentou na sua generalidade um comportamento estável nesta recessão. Desde 2014 que não se verificaram valores negativos, registando em 2019 um valor positivo de 0,3%. Tal e qual como o PIB, veio a descer desde o final de 2018 e inícios de 2019, atingindo em 2020 um valor nulo, justificando a pequena inflexão na Figura 25. Este indicador é coincidente e pro-cíclico, e por isso atinge os mínimos ao mesmo tempo que o PIB, quando o PIB se encontra abaixo da tendência a taxa de inflação também está abaixo da tendência, e vice-versa. Da análise ao gráfico de regressão linear na Figura 25 observamos que entre 2015 e 2021 existe uma correlação positiva, em que aproximadamente 55% das variações no PIB são explicadas pela variação na taxa de inflação.

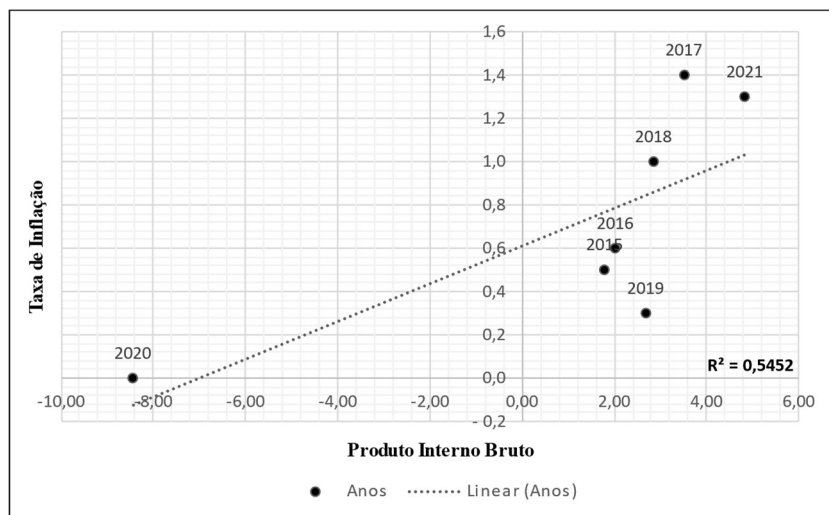


Figura 25 – R Ajustado: Taxa de inflação e PIB

Fonte: Pordata, Banco de Portugal

Assim, como é o caso de outras recessões em Portugal, o choque que provocou esta recessão em 2019 teve também origem externa à economia portuguesa, atingindo as economias de todo o mundo. O vírus trouxe uma enorme incerteza e preocupação com a saúde pública. O isolamento voluntário e as políticas de confinamento levaram uma quebra no mercado de trabalho, embora não tendo influência direta na taxa de desemprego, produzindo efeitos na produção, no consumo, nas exportações e importações. Os sectores da restauração e da hotelaria foram os mais afetados; com as medidas de isolamento muitos dos restaurantes viram-se obrigados a aderir ao regime de take-way e entregas de refeições ao domicílio. A recuperação desta recessão foi rápida, a quebra da atividade económica foi recuperada assim que as medidas de isolamento começaram a ser menos restritivas, evitando-se uma nova recessão.

CONCLUSÃO

O presente trabalho foi desenvolvido com o principal objetivo de documentar a evolução dos ciclos económicos em Portugal ao longo das últimas décadas, tendo-se para o efeito recorrido à análise de alguns indicadores cuja correlação com o crescimento do PIB é, à partida, expectável. É o caso da taxa de desemprego, da taxa de inflação, e do índice de confiança dos consumidores.

Este trabalho de caracterização das flutuações cíclicas recentes na economia portuguesa tem por objetivo ajudar a informar *stakeholders* que necessitem de tomar decisões em contextos económicos adversos, nomeadamente em situações de crises económicas e financeiras, de forma a minimizar as consequências decorrentes do abrandamento da atividade económica. Conforme referido na introdução, a noção adotada de *stakeholders* é genérica e abrangente; diz respeito a famílias e empresas cuja decisão informada em muito depende da perceção correta que se consegue ter sobre o desempenho macroeconómico nacional e global.

Relativamente ao comportamento temporal dos indicadores mencionados, concluímos que a taxa de desemprego se manifesta em todas as recessões como um indicador atrasado dos ciclos económicos, por atingir os seus mínimos à posteriori dos mínimos do PIB. A taxa de inflação que é caracterizada teoricamente como um indicador coincidente dos ciclos económicos esperando-se que atinja o pico da expansão ou o ponto mais baixo da recessão ao mesmo tempo que o PIB, na depressão de 2002 e 2003 comportou-se como um indicador atrasado dos ciclos económicos, atingindo o seu valor mais baixo ao mesmo tempo que o PIB. Para o índice de confiança dos consumidores, concluímos que em todas as recessões este se apresenta como um indicador coincidente dos ciclos económicos, atingindo os pontos máximo e mínimo do ciclo ao mesmo tempo que o PIB; no entanto, no período recessivo entre 2008 e 2013 apresentou um comportamento atrasado, à semelhança da taxa de desemprego.

A análise também pretendeu medir a robustez da relação entre o PIB e cada uma das restantes variáveis integradas na análise. Por via do cálculo do R ajustado associado a cada uma das correlações, verificou-se que foi na recessão de 1983 a 1984 que a relação entre os indicadores foi mais notória. Numa análise singular de cada indicador, o índice

de confiança dos consumidores é o indicador que apresenta uma mais forte correlação com o PIB, apresentando o R ajustado sempre valores superiores a 0.5.

O índice de confiança dos consumidores faculta uma análise previsional de curto prazo da atividade económica, uma vez que é disponibilizado com algum avanço em relação à generalidade dos indicadores e engloba questões de natureza prospetiva, cobrindo múltiplos setores de atividade, como a indústria, os serviços, ou o comércio. Este indicador sugere tendências de comportamento futuro dos agentes económicos para variáveis tão diversas como o consumo, a poupança ou a produção, havendo alguns estudos empíricos que demonstram que os indicadores de confiança, em particular, antecipam a evolução cíclica dos principais agregados económicos.

Em suma, independentemente da diferente natureza associada a cada um dos períodos recessivos que a economia portuguesa experimentou ao longo das últimas décadas, foi possível explorar algumas regularidades, as quais permitem uma melhor compreensão sobre as causas e consequências das flutuações cíclicas na economia. Este conhecimento é vital não apenas para os decisores de política, cuja função é precisamente a de atuar sobre a economia influenciando de modo agregado o seu desempenho, mas também para todos aqueles cujas decisões correntes e estratégicas em muito dependem da trajetória seguida pelas principais variáveis macroeconómicas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alencar & Lemos. (2020). As crises de 2008 e COVID-19: UMA ANÁLISE COMPARATIVA A PARTIR DA TEORIA KEYNESIANA E PÓS-KEYNESIANA Disponível em <https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/EconRev/article/view/56949>
- BCE. (2022). Banco Central Europeu [Web site]. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.pt.html>
- Carreira, C., Teixeira, P., Carillo, E. & Eira, J. Recessão de 2008-2013, Disponível em <https://www.ffms.pt/pt-pt/estudos/crise-e-credito-licoes-da-recessao-de-2008-2013>.
- Cea, C. (2015), *La Economía*. [Web site]. Disponível em: <https://www.core-econ.org/the-economy/book/es/text/13.html#138-medir-la-econom%C3%ADa-la-inflaci%C3%B3n>
- Correia, I. (2020), A recessão de 1992-1993. Disponível em <https://ffms.pt/pt-pt/estudos/1992-1993-crise-que-veio-de-fora>
- Christiano e Fitzgerald (1998), *Economic Perspectives*, Vol. 22, 4th, No. 4, December 1998.
- Fernandes, A. (2021). *O impacto da pandemia COVID-19 no PIB, uma análise input output*. (Dissertação de Mestrado não publicada Católica Porto Business School, Porto.
- Gomes, O. (2008), *Economia para gestores visionários*. Edições Sílabo. Cap. 6, pp. 83.
- Knoop A., (2015). *Business Cycle Economics*, (1º ed.). Santa Barbara, California: ABC-CLIO. Cap 1-9, pp. 1-164.
- Long, Bradford (1999) Introdução aos Ciclos Económicos. Disponível em <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.13.2.23>
- Pordata (2022). Indicadores Macroeconómicos. [Web site]. Disponível em: <https://www.pordata.pt/Tema/Portugal/Macroeconomia-11>

Santos, R. (2003). *A utilização de inquéritos qualitativos na análise da conjuntura* [Web site]. Disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ab200309_p.pdf

Tavares, J. (2020), A recessão de 2002-2003, Disponível em <https://ffms.pt/pt-pt/estudos/2002-2003-depois-da-euforia-ressaca>

Tavares, J. (2020), A recessão de 2019-2020, Disponível em <https://www.ffms.pt/pt-pt/estudos/2019-2020-o-virus-que-obrigou-economia-travar>.

Valério, N. (2020), A recessão de 1983-1994. Disponível em <https://www.ffms.pt/pt-pt/estudos/1983-1984- crise-que-demorou-chegar>.

Zarnowitz, V. (1992), *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting*, Disponível em: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c10372/c10372.pdf>