



FEUC FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Cláudia da Silva Pereira

Endividamento Público e Privado e Crescimento Económico Português: Uma Análise para o Período Antes e Após o Programa de Ajustamento

Dissertação de Mestrado em Economia, na especialidade de Economia Financeira, apresentada à
Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do grau de Mestre

Orientador: Prof. Doutor António Manuel Portugal Duarte

Coimbra, 2017

Agradecimentos

A realização do presente trabalho de projeto não teria sido possível sem o contributo de pessoas a quem quero expressar o meu mais profundo e sincero agradecimento.

Em primeiro lugar quero agradecer ao Doutor António Portugal, pela orientação, pela disponibilidade, pela ajuda e pelos conselhos que me proporcionou. Quero também agradecer ao Doutor Pedro Bação pelos conselhos que me deu.

Aos meus pais e irmão obrigada, pelo apoio incondicional, pela força que me deram e por terem sempre acreditado em mim. Ao Carlos pela paciência e pela força e por estar ao meu lado sempre.

Finalmente quero agradecer a todas as pessoas que direta, ou indiretamente, contribuíram para a realização do presente trabalho.

Resumo

Este trabalho tem como objetivo estudar a relação existente entre o crescimento económico e o endividamento público e privado em Portugal, no período antes e pós programa de ajustamento de 2011. Estudar esta relação é importante uma vez que a Crise da Dívida Soberana que se abateu sobre a economia portuguesa foi sobretudo uma crise de endividamento excessivo, associado a um fraco crescimento económico. Num primeiro momento, será feita uma análise retrospectiva do comportamento das variáveis em estudo. Os primeiros anos que se seguiram à adesão de Portugal à União Europeia podem ser considerados como de sucesso, com Portugal a convergir para padrões semelhantes aos verificados nos restantes países europeus, por vezes com taxas de crescimento do PIB superiores às registadas na EU-12. Porém, a primeira década do novo milénio contrasta com os anos anteriores, caracterizando-se por uma desaceleração do crescimento económico e por um fortíssimo aumento da dívida tanto pública como privada. A Crise dos *Subprime* iniciada nos EUA souou como um alarme, os mercados financeiros e investidores internacionais começaram a olhar de forma preocupada para as economias europeias. As Crises das Dívidas Soberanas atingiram a Europa em 2009 e Portugal teve de recorrer a um resgate financeiro em 2011. Seguiram-se anos de austeridade. Num segundo momento será realizado um estudo aplicado, através de uma regressão simples, que evidência a existência de uma relação não linear entre o endividamento público e o crescimento económico, sugerindo que baixo níveis de endividamento público estão associados a elevados níveis de crescimento económico e, por vezes, elevados valores de endividamento público estão associados a baixos níveis de crescimento económico. Uma segunda regressão revelará a existência de uma relação linear negativa entre o endividamento privado e o crescimento económico.

Palavras-chave: Crise da Dívida Soberana, Crescimento Económico, Dívida Pública, Dívida Privada, Programa de Ajustamento Económico e Financeiro

Classificação JEL: C22, F34, F45, H63.

Abstract

This work aims to study the relation between the economic growth and the public and private depth in Portugal, in the time before and after the adjustment programme of 2011. Studying this relation is important since the Crises of Soberane Depth that took over the Portuguese economy, was mainly one of excessive depth, connected to a weak economic growth. On a first moment, we will make a retrospective analysis of the behaviour of the varieties studied. The first years that followed the membership of Portugal to the European Union can be considered successful, when Portugal was approaching the levels of the other European countries, sometimes with Internal Product growth rate levels superior to the other twelve European members. Although, the first decade of the new millennium contrasts with the years before, being characterised by a decrease of the economic growth and by a huge increase of the public and private depth. The crises of the Subprime which began in the USA, alarmed the financial markets and the international investors, who began to look worried towards the European economies. The Crises of the Soberane Depth reached Europe in 2009 and Portugal had to undertake a financial rescue in 2011. Years of austerity followed this. On a second moment, a study will be made through a simple regression, that highlights the existence of a nonlinear relation between the public depth and the economic growth, suggesting that low levels of public depth are linked to high levels of economic growth and, sometimes, high levels of public depth are associated to low levels of economic growth. A second regression will show the existence of a negative linear relation between private depth and economic growth.

Key words: Soberane Depth Crises, Economic Growth, Public Depth, Private Depth, Economic and Financial Adjustment Programme

JEL Classification: C22, F34, F45, H63.

Índice

1. Introdução.....	1
2. Crescimento Económico, Endividamento Privado e Endividamento Público: Uma Análise Retrospectiva.....	3
2.1. 1986-1998: O Sucesso da Integração Europeia.....	4
2.1.1. Processo de Convergência Nominal.....	5
2.1.2. Setor Financeiro e Endividamento Privado.....	10
2.1.3. Investimento Direto Estrangeiro e Grau de Abertura da Economia.....	13
2.2. 1998-2011: Abrandamento do Crescimento Económico e Crescimento da Dívida Pública ¹⁵	
2.2.1. Desequilíbrios nos Setores de Produção	17
2.2.2. Despesas do Estado e Endividamento Externo	20
2.3. 2011- Atualidade: Pedido de Assistência Financeira e Programa de Ajustamento.....	27
3. Impacto do Endividamento Público e Privado no Crescimento Económico: Estudo Empírico	31
3.1. Metodologia e Dados	31
3.2. Análise de Estatística Descritiva das Variáveis de Interesse	33
3.3. Interpretação dos Resultados.....	40
4. Conclusão.....	44
Bibliografia	47

Lista de Siglas e Abreviações

BCE: Banco Central Europeu

CEE: Comunidade Económica Europeia

EFTA: *European Free Trade Association*

DE: *Deutschland*

Fed: *Federal Reserve System*

FMI: Fundo Monetário Internacional

IDE: Investimento Direto Estrangeiro

IGCP: Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública

IHPC: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor

IRC: Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

IRS: Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares

IVA: Imposto sobre o Valor Acrescentado

MTC: Mecanismo das Taxas de Câmbio
 SME: Sistema Monetário Europeu
 OCDE: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico
 OLS: *Ordinary Least Squares*
 OMC: Organização Mundial do Comércio
 PAEF: Programa de Assistência Económica e Financeira
 PIB: Produto Interno Bruto
 PT: Portugal
 OT: Obrigações do Tesouro
 UE: União Europeia
 UEM: União Económica e Monetária
 VAB: Valor Acrescentado Bruto

Índice de Figuras

Figura 1.	Evolução do PIB per capita a preços constantes de 2010 (1986-2015).....	3
Figura 2.	Diferencial do Crescimento Anual do PIB real per capita Portugal-EU-12 (1986-1998).....	5
Figura 3.	Evolução da Taxa de Desemprego em Portugal (1986-1998).....	5
Figura 4.	Evolução Taxa de Câmbio do Escudo Relativamente ao Marco Alemão (1985-1998).....	7
Figura 5.	Evolução das Taxas de Inflação de Portugal e da Alemanha (1980-2015)	7
Figura 6.	Evolução da Taxa de Juro dos Títulos da Dívida Pública com Maturidade a 10 Anos de Portugal e Alemanha (1985-2016)	8
Figura 7.	Diferencial entre as Taxas de Juro de Longo Prazo dos Títulos da Dívida do Tesouro com Maturidade a 10 anos de Portugal e da Alemanha (1986-2015)	8
Figura 8.	Dívida Pública Bruta de Portugal em % do PIB (1973-2015).....	9
Figura 9.	Evolução do Défice Orçamental Português (1995-2015).....	10
Figura 10.	Poupança das Famílias em % Rendimento Disponível (1995-2014)	12
Figura 11.	Endividamento das Famílias em % Rendimento Disponível (1995-2014).....	12
Figura 12.	Depósitos e Moeda detidos pelas Famílias em % da Riqueza Disponível (1995-2014).....	13
Figura 13.	Grau de Abertura da Economia Portuguesa em % PIB (1960-2015).....	14

Figura 14.	Taxa de Crescimento do IDE (1996-2015)	14
Figura 15.	Evolução do PIB per capita a preços constantes de 2010 (2001-2015)....	16
Figura 16.	Evolução da Taxa de Desemprego em Portugal (1999-2015).....	16
Figura 17.	Evolução do VAB dos Setores Transacionáveis e Não Transacionáveis (% VAB Total da Indústria)	18
Figura 18.	Evolução dos Trabalhadores Contratados nos Setores Transacionáveis (T) e Não Transacionáveis (NT) (1986=100).....	20
Figura 19.	Compensação por Hora Trabalhada nos Setores Transacionáveis e nos Setores Não Transacionáveis (1970-1986).....	20
Figura 20.	Despesa Primária do Estado por Categoria (1995-2015)	22
Figura 21.	Dívida Pública Bruta em % do PIB (2000-2015).....	23
Figura 22.	Despesa Primária e Receita Total (10 ⁶ €) (1995-2015)	24
Figura 23.	Taxas de Juro das Obrigações do Tesouro de Portugal a 5 e 10 anos (31/01/2000-30/09/2016).....	28
Figura 24.	Taxa de Crescimento do PIB per capita português (1974-2015).....	33
Figura 25.	Crédito Concedido ao Setor Privado Português em % do PIB (1974- 2015).....	34

Índice de quadros

Quadro 1.	Taxas de Crescimento do PIB de Portugal e da EU-12 a Preços Constantes de 2010 (1986-1993)	4
Quadro 2.	Critérios de Convergência de Maastricht	6
Quadro 3.	Evolução do Peso dos Setores (% VAB total).....	19
Quadro 4.	VAB do Setor Não Transacionáveis por Categorias	21
Quadro 5.	Despesas do Estado por Categoria em % do PIB	23
Quadro 6.	Estratégia Resultados Esperados de Consolidação Orçamental (% PIB). 29	
Quadro 7.	Estatísticas Descritivas	35
Quadro 8.	Matriz de Correlação	39
Quadro 9.	Estimação da Equação (2B).....	41
Quadro 10.	Deteção da Heteroscedasticidade.....	42
Quadro 11.	Deteção da Autocorrelação.....	43

1. Introdução

A chegada à Europa da crise financeira internacional, que teve início nos Estados Unidos da América em 2007 e que se caracterizou por ser uma crise de endividamento excessivo, veio revelar os graves problemas estruturais da economia portuguesa. Apesar de muitos acreditarem que a crise que levou Portugal a pedir ajuda externa em 2011 é uma consequência direta daquela que ficou conhecida por Crise do *Subprime*, devido, em grande parte, à exposição dos bancos europeus a um conjunto de ativos tóxicos, diversos autores como, por exemplo, Andrade (2014), defendem que “(...) o desencadear da atual crise portuguesa foi potenciado pelo aparecimento da crise financeira internacional, mas que os genes da nossa crise residiam na nossa economia (...)”.

É no final de 2009 que a Crise da Dívida Soberana portuguesa irrompe, devido não apenas à desconfiança dos mercados em relação às capacidades reais de Portugal honrar os seus compromissos perante os credores externos, mas também aos altos níveis observados nas taxas de juro da dívida pública portuguesa, atingindo quase 10%, em 2009 e 2010. As causas desta desconfiança foram os elevados níveis de endividamento externo, acumulados desde meados dos anos 90, a par de uma quase estagnação em termos de crescimento económico na primeira década do século XXI e de excessivos défices orçamentais, agravados pela resposta dada à crise financeira internacional. Perante este contexto, os mercados financeiros “fecharam as portas a Portugal”, tendo este perdido toda a capacidade para se financiar nos mercados externos. Restava assim ao então Governo português escolher entre entrar em incumprimento ou pedir ajuda às instituições internacionais.

O Programa de Ajustamento Económico e Financeiro, assinado em 2011 pelo Governo Português, pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), pelo Banco Central Europeu (BCE) e pela Comissão Europeia, a designada Troika, assentou em três pilares. O primeiro, foi a consolidação orçamental; o segundo consistiu na estabilidade do sistema financeiro e, finalmente, o último, assentou na transformação estrutural da economia portuguesa. O programa de ajustamento foi dado por concluído pela Troika em 12 de junho de 2014. Portugal conseguiu alcançar o que se designa por “saída limpa”, sem programa cautelar, ou novo resgate. Porém, os problemas da economia portuguesa não estão todos resolvidos. De entre estes, Alexandre et al. (2016) realçam três grandes problemas: o primeiro, reside na reação imprevisível dos mercados financeiros relativamente às políticas expansionistas do BCE; o segundo, consiste na dúvida existente quanto à qualidade dos ativos dos bancos portugueses e na sua consequente capacidade em assegurar o financiamento da economia portuguesa e, finalmente, o terceiro problema identificado pelos

autores, e também o mais importante, a baixa taxa de crescimento potencial existente na economia portuguesa.

Por todas estas razões, entendemos ser deveres interessante analisar em que medida o excessivo endividamento público e privado verificado nos últimos anos na economia portuguesa poderá ter comprometido, ou vir a comprometer, o crescimento económico de Portugal. Este trabalho tem assim como principal objetivo avaliar o impacto do endividamento público e privado no crescimento económico português no período antes, durante e após o processo de ajustamento financeiro a que a economia portuguesa se submeteu. A par deste objetivo principal será ainda nosso propósito formular um conjunto de recomendações de política económica que eventualmente possam vir a contribuir para a resolução de alguns dos mais importantes problemas de ordem estrutural observados na economia portuguesa.

De modo a alcançar os objetivos anteriormente mencionados, será efetuada uma análise ao comportamento das variáveis macroeconómicas mais relevantes por nós selecionadas para estudar a temática em questão, tomando como base de análise o período temporal compreendido entre a adesão de Portugal à então Comunidade Económica Europeia (CEE) até a atualidade. Mais concretamente, a análise do impacto do endividamento público e privado no crescimento económico português será realizada através de uma regressão linear simples, utilizando para o efeito o método dos mínimos quadrados ordinários (OLS).

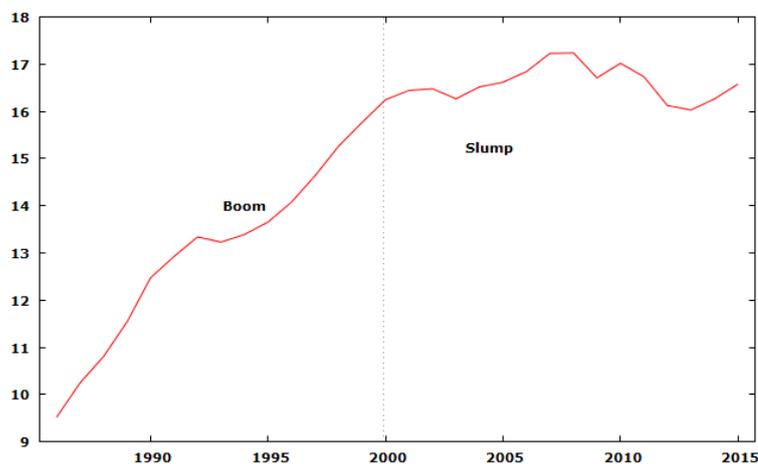
O presente Trabalho de Projeto encontra-se estruturado, para além da introdução, em três secções. A secção seguinte faz uma análise retrospectiva do comportamento do crescimento económico, do endividamento privado e do endividamento público. Na terceira secção é feito um estudo empírico da relação entre o crescimento económico e o endividamento público e privado. Por fim a ultima secção concluí o presente Trabalho de Projeto.

2. Crescimento Económico, Endividamento Privado e Endividamento Público: Uma Análise Retrospectiva

Portugal foi alvo de profundas transformações económicas e institucionais nos últimos 30 anos, tendo as mesmas sido desencadeadas pelo processo de integração europeu. Com o objetivo de promover o crescimento económico e o desenvolvimento do país, mas também de fortalecer o processo democrático iniciado com a Revolução de Abril de 1974, Portugal adere à então Comunidade Económica Europeia (CEE) em 1986, em conjunto com a vizinha Espanha. Seguiu-se a realização do Mercado Interno e a adesão ao Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME) em 6 de abril de 1992, acabando o país por adotar a moeda única, o euro, em 1 de janeiro de 1992.

Em termos de crescimento económico, Reis (2013), Andrade (2014) e Simões *et al.* (2014) identificam dois períodos distintos. O primeiro, tem início com a adesão de Portugal à CEE em 1986, e termina em 1998, que corresponde aos primeiros anos de integração europeia e à preparação do país para a futura adoção da moeda única. O segundo inicia-se em 1999 até a atualidade. Este coincide com a participação de Portugal na União Económica e Monetária (UEM) e com duas crises económicas e financeiras, a crise financeira internacional de 2007 e as Crises das Dívidas Soberanas na Europa a partir de 2009 (Figura 1).

Figura 1. Evolução do PIB *per capita* a preços constantes de 2010 (1986-2015)



Nota: Unidade de medida no eixo das ordenadas: 1000 euros.

Fonte: AMECO série RVGDP.

Conforme se pode observar na Figura 1, é claramente possível identificar duas tendências distintas na evolução do PIB *per capita* desde a adesão de Portugal à Zona Euro. Desde 1986 até 1998, o PIB *per capita* seguiu uma trajetória ascendente. Porém, a partir de 1998, este tem quase estagnado.

2.1. 1986-1998: O Sucesso da Integração Europeia

O primeiro período (1986-1998) corresponde a um *boom* económico, com o produto a seguir um caminho ascendente e com Portugal a crescer mais do que a média da EU-12¹. O apogeu deste período aconteceu em 1990 com o produto a crescer 7,9% em Portugal, enquanto a EU-12 cresceu 3,6% (Quadro 1). A característica principal deste período é a forte convergência real para as restantes economias europeias. O diferencial entre as taxas de crescimento (Figura 2) foi sempre positivo, com duas exceções em 2003 e 2004, tendo-se verificado um máximo de 5,1 pontos percentuais em 1987 (Figura 2). A taxa de desemprego evidencia também uma evolução favorável, tendo no mesmo período apresentado uma tendência decrescente e valores relativamente baixos, nunca ultrapassando 8% (Figura 3).

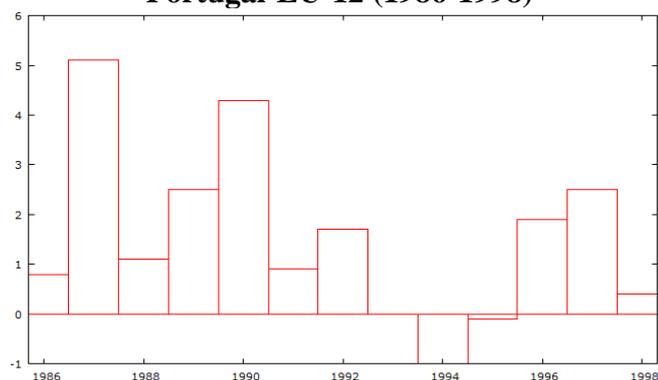
Quadro 1. Taxas de Crescimento do PIB de Portugal e da EU-12 a Preços Constantes de 2010 (1986-1993)

	<i>Portugal</i>	<i>EU-12</i>
<i>1986</i>	3,3	2,5
<i>1987</i>	7,6	2,5
<i>1988</i>	5,3	4,2
<i>1989</i>	6,6	4,1
<i>1990</i>	7,9	3,6
<i>1991</i>	3,4	2,5
<i>1992</i>	3,1	1,4
<i>1993</i>	-0,7	-0,7
<i>1994</i>	1,5	2,5
<i>1995</i>	2,3	2,4
<i>1996</i>	3,5	1,6
<i>1997</i>	5,1	2,6
<i>1998</i>	3,3	2,9

Fonte: Elaborado pela autora com base no *Statistical Annex of European Economy Spring 2016*.

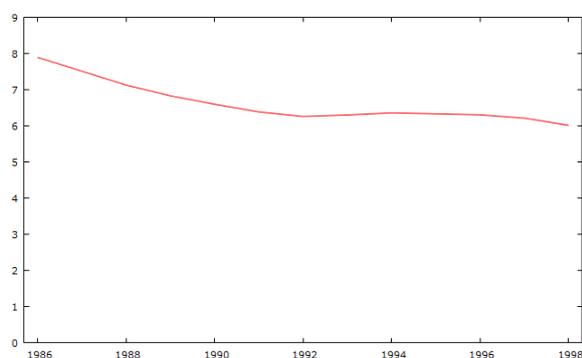
¹ EU-12 inclui Alemanha, Bélgica, Dinamarca, Espanha, França, Grécia, Irlanda, Itália, Holanda, Luxemburgo e Portugal, e Reino Unido.

Figura 2. Diferencial do Crescimento Anual do PIB real *per capita* Portugal-EU-12 (1986-1998)



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Quadro 1.

Figura 3. Evolução da Taxa de Desemprego em Portugal (1986-1998)



Fonte: AMECO série ZNAWRU.

Este período de forte crescimento económico resulta da combinação de vários fatores, sendo os mais relevantes o processo de integração europeu, tendo o país beneficiado de transferências de avultados montantes de fundos estruturais que entraram na economia, e de convergência nominal, as reformas estruturais operadas nos mercados financeiros e no mercado de trabalho, a maior abertura da economia portuguesa ao exterior e os fluxos de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) que entraram na economia (Simões *et al.* 2014).

2.1.1. Processo de Convergência Nominal

Após aderir à CEE, Portugal aprofundou a sua integração europeia com a adoção da moeda única. Em 1 de Janeiro de 2002, doze países europeus trocaram as suas moedas nacionais pelo Euro, Portugal foi um desses países. A criação da moeda única europeia necessitou de dez anos de preparação e do cumprimento de um conjunto de critérios. Os Critérios de Convergência de Maastricht (Quadro 2), também conhecidos por Critérios de Convergência Nominal, asseguram que os países candidatos à adoção da moeda única

tenham alcançado níveis de convergência económica compatíveis com uma União Económica e Monetária.

Quadro 2. Critérios de Convergência de Maastricht

<i>O que é avaliado?</i>	<i>Variável Utilizada</i>	<i>Critério de Convergência</i>
<i>Estabilidade dos preços</i>	Taxa de inflação medida através do IHPC	Não superior a 1,5 pontos percentuais relativamente à média das taxas apresentadas pelos três Estados-Membros com melhor desempenho.
<i>Estabilidade das finanças públicas</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Défice orçamental (% PIB) • Dívida pública (% PIB) 	<ul style="list-style-type: none"> • Não superior a 3%; • Não superior a 60%.
<i>Convergência duradoura</i>	Taxa de juro de longo prazo das OT a 10 anos	Não superior em 2 pontos percentuais relativamente à média das taxas apresentadas pelos três Estados-Membros com melhor desempenho na estabilidade dos preços.
<i>Estabilidade cambial</i>	Desvio em relação à paridade central	Participação no MTC, durante pelo menos dois anos, sem tensões (desvalorização) graves.

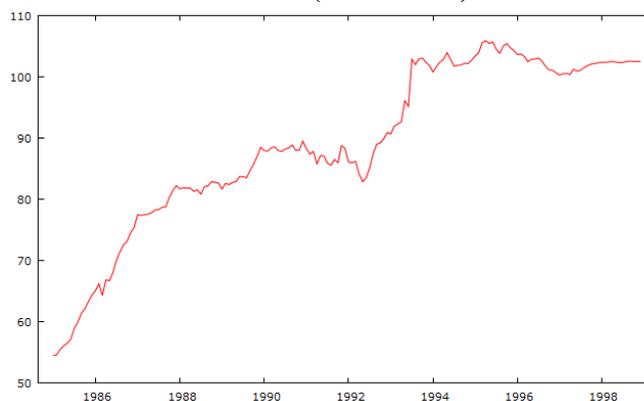
Fonte: Comissão Europeia (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=URISERV%3A125014>).

O balanço que se pode fazer do processo de convergência nominal português é, a curto-prazo, positivo, tendo Portugal aderido à Zona Euro e à moeda única como membro fundador.

O regime cambial português atravessou diversas fases. Antes da adesão à CEE Portugal adotou um regime conhecido por *crawling peg*, ou seja, uma desvalorização deslizante e programada do escudo, combinado com limitações relativas à concessão de crédito, taxas de juro administradas e um importante controlo dos movimentos de capitais. Este foi substituído em 1990 por uma política de flutuação limitada do escudo relativamente a um cabaz composto pelas cinco principais moedas do MTC. O escudo aderiu ao MTC em 1992, este é um regime cambial com as características de uma zona alvo onde as diferentes moedas podem flutuar de forma livre dentro de uma banda de flutuação de $\pm 2,25\%$, construída em redor de uma paridade central de referência (Duarte e Bação, 2014). O SME enfrentou uma crise acentuada entre 1992 e 1994, levando ao realinhamento das taxas de câmbio e à revisão das bandas de flutuação, que passaram de $\pm 6\%$ para $\pm 15\%$. O escudo foi alvo de pressões de depreciação em 1993, porém estas não se concretizaram devido, nomeadamente, à venda de reservas cambiais e ao aumento das taxas de juro de curto prazo. O escudo conseguiu manter-se assim dentro da banda de flutuação relativamente ao marco

alemão e tendo a taxa de câmbio evidenciando grande estabilidade, principalmente a partir de 1993 (Figura 4).

Figura 4. Evolução Taxa de Câmbio do Escudo Relativamente ao Marco Alemão (1985-1998)

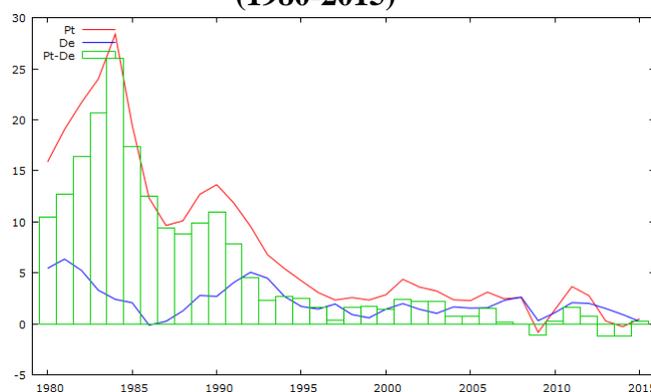


Nota: Periodicidade mensal (fim do período).

Fonte: Séries Longas do Banco de Portugal.

Relativamente à estabilidade dos preços, Portugal cumpriu o critério de convergência em 1997. Após passar por um período de incertezas inflacionistas, com uma inflação muito elevada nas vésperas da adesão à CEE, o processo de desinflação teve início em 1990. A estratégia escolhida pelos decisores políticos passou pela implementação de uma política de estabilização cambial (Duarte, 2009). Esta demonstrou ser eficaz uma vez que o diferencial entre as taxas de inflação portuguesa e alemã passou dos 17,4 pontos percentuais, em 1985, para os 0,39 pontos percentuais, em 1997 (Figura 5).

Figura 5. Evolução das Taxas de Inflação de Portugal e da Alemanha (1980-2015)



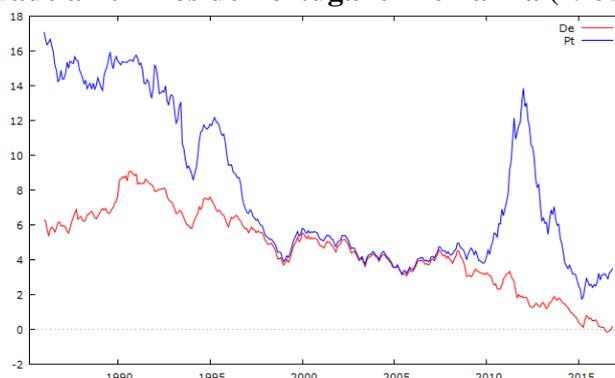
Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados pela OCDE.

O processo de desinflação foi decisivo para o cumprimento do critério de convergência das taxas de juro de longo prazo (Figura 6), tendo sido alcançado em 1996, com um *spread* entre as taxas de juro portuguesas e alemãs a passar de 11% em 1986, para

menos de 2%, em 1996 (Figura 7). A taxa de juro é composta por duas componentes, sendo uma delas a compensação pela perda de poder de compra, ou seja, pela inflação. Com o sucesso do processo de convergência da taxa de inflação, a taxa de juro seguiu a mesma tendência, passando de 17%, em 1985, para 5,81%, em 2000.

Outra componente da taxa de juro é a compensação pelo risco, isto é, o prémio de risco exigido pelos investidores para a aquisição de títulos da dívida pública. A diminuição da taxa de juro ilustra também os ganhos de credibilidade alcançados por Portugal, tendo os mercados dado, por diversas vezes, mais credibilidade à dívida pública portuguesa relativamente à dívida pública alemã.

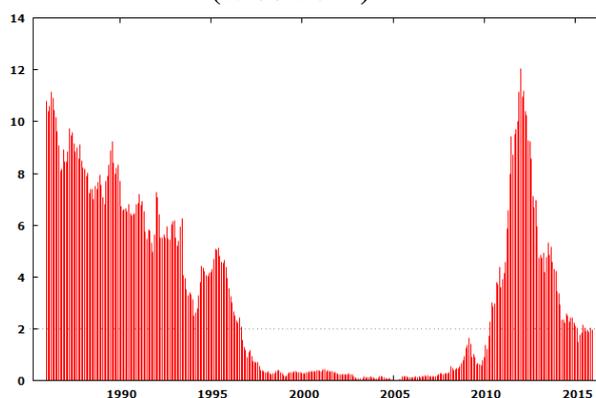
Figura 6. Evolução da Taxa de Juro dos Títulos da Dívida Pública com Maturidade a 10 Anos de Portugal e Alemanha (1985-2016)



Nota: Frequência: mensal.

Fonte: Eurostat, série irt_lt_mcmt_m.

Figura 7. Diferencial entre as Taxas de Juro de Longo Prazo dos Títulos da Dívida do Tesouro com Maturidade a 10 anos de Portugal e da Alemanha (1986-2015)



Nota: Frequência: mensal.

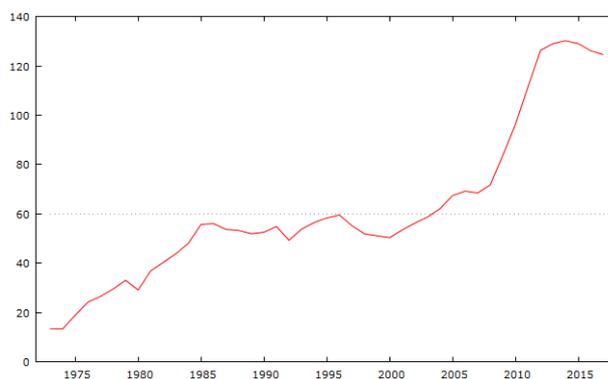
Fonte: Eurostat, série irt_lt_mcmt_m.

O cumprimento dos critérios relativos à situação das finanças públicas é sem dúvida o mais problemático e necessita de uma análise mais detalhada. A Figura 8 evidencia três

períodos distintos quanto à evolução da dívida pública bruta portuguesa. Um primeiro período, que antecede a adesão de Portugal à CEE, em que esta segue uma tendência crescente. Um segundo período, que tem início em 1986 e termina em 2004, onde a dívida pública mantém uma trajetória constante, acima dos 50% do PIB mas nunca ultrapassando os 60% do PIB. Portugal conseguiu alcançar o critério de convergência a tempo de aderir à moeda única. O último período, 2005-2015, caracteriza-se por um crescimento explosivo da dívida pública portuguesa, com um máximo, em 2014, onde esta atinge os 130% do PIB.

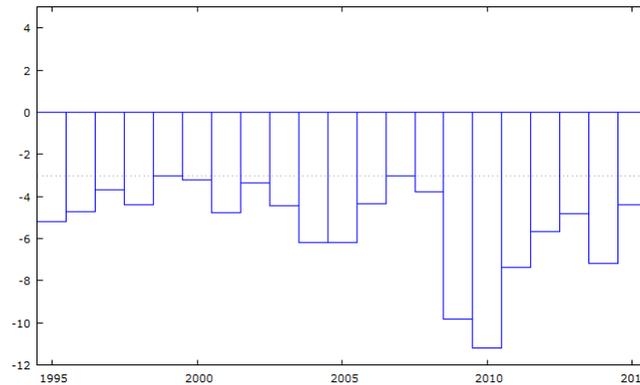
A persistência de défices orçamentais é uma característica da economia portuguesa desde a adesão de Portugal à CEE. A Figura 9 ilustra a evolução do défice orçamental português para o período 1995-2015. Verifica-se que foi possível cumprir o requisito de estabilidade das finanças públicas a tempo de adotar a moeda única, porém, nos anos que se seguiram, manter um défice orçamental inferior a 3% do PIB deixou de ser uma prioridade. A violação sistemática da “Regra de Ouro” das finanças públicas atingiu um máximo em 2010, com um défice orçamental de quase 12% do PIB.

Figura 8. Dívida Pública Bruta de Portugal em % do PIB (1973-2015)



Fonte: AMECO, série UDGGL.

Figura 9. Evolução do Défice Orçamental Português (1995-2015)



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados pela AMECO.

A integração europeia e a adoção da moeda única são dois fatores fulcrais para compreender os elevados níveis de crescimento económico da economia portuguesa neste período. Contudo, por si só, estes dois acontecimentos não são suficientes, sendo também necessário um setor financeiro sólido e credível para captar os fluxos financeiros que entraram em Portugal nesse período. Passemos então a discutir esse facto.

2.1.2. Setor Financeiro e Endividamento Privado

No decorrer do século XX vários economistas debruçaram-se sobre o papel desempenhado pelo setor financeiro, e mais especificamente pelos bancos, no crescimento económico. Schumpeter (1911) destaca a importância dos serviços providenciados pelo setor financeiro para o crescimento económico. A possibilidade de identificar projetos produtivos e os riscos inerentes a cada projeto permitem estimular a inovação e o crescimento económico. Porém, outros autores como Robinson (1952) defendem que o sistema bancário não tem influência direta sobre o crescimento económico, limitando-se a segui-lo, ou Lucas (1988), que considera a relação entre sistema financeiro e crescimento económico sobrevalorizada.

Através de uma análise empírica sobre a existência de uma relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico, Levine e King (1993) concluíram que os diversos indicadores de desenvolvimento financeiro estão fortemente e robustamente correlacionados com o crescimento económico, a acumulação de capital tornando mais eficiente a afetação de recursos monetários. Os autores concluem também que os indicadores de desenvolvimento financeiro constituem boas previsões das taxas de crescimento futuras.

Um estudo levado a cabo por Levine e Zervos (1993) vem apoiar a posição defendida por Schumpeter (1911). Recorrendo a regressões OLS e variáveis instrumentais,

e após controlar fatores políticos e económicos, os resultados obtidos pelos autores são consistentes com a teoria segundo a qual os mercados financeiros providenciam serviços importantes para o desenvolvimento financeiro.

O setor financeiro português foi sem dúvida aquele que mais cresceu e evoluiu com a integração europeia. Sob alçada do Estado desde a sua nacionalização em 1975, este, à semelhança da Administração Pública, era um setor fortemente burocratizado, sujeito a uma grande regulação e com atividade limitada. De forma a combater os défices externos existentes, o Estado impunha um rigoroso limite à concessão crédito às famílias e às empresas de forma a canaliza-lo para a Administração Pública. Neste contexto de racionalização, o acesso ao crédito bancário, por parte dos agentes económicos privados, era visto com grande dificuldade. Esta situação inverteu-se na década de 80. Primeiro elemento importante na evolução deste setor foi a Revisão Constitucional de 1984 que abriu a porta à iniciativa privada, pondo fim ao “monopólio” existente. Foi preciso, todavia, esperar até 1989 para a primeira reprivatização de um banco em Portugal (Pinho, 1999).

Sujeito a um novo tipo de concorrência com a adesão de Portugal à CEE, a modernização do setor bancário tornou-se um imperativo, tanto para os decisores políticos, como para os intermediários financeiros. Para além do processo de privatizações bancárias, iniciado em 1989, e da iniciativa privada, introduzida pela Revisão Constitucional de 1984, a figura de Banco Universal, que alargou o âmbito da atividade bancária, o fim do sistema de limites de crédito aplicado em 1991 e a diminuição da taxa de reservas obrigatórias de 17% para 2%, foram importantes contributos ao aumento da concorrência interna (Alexandre *et al.* 2011 e Alexandre e Bação 2014).

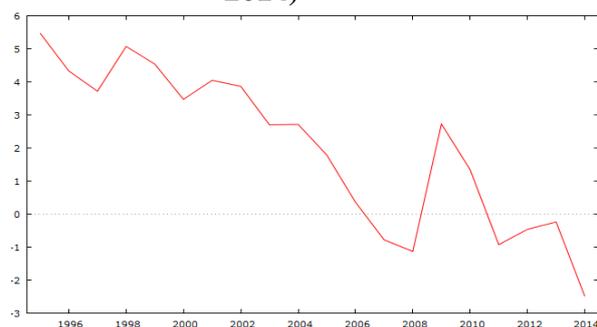
A adesão de Portugal à CEE, e posteriormente à UEM, credibilizou a economia portuguesa perante as restantes economias europeias, abrindo as portas dos mercados financeiros internacionais aos bancos portugueses. Tendo agora acesso a esses mercados nas mesmas condições dos restantes Países-Membros, os balanços dos bancos portugueses sofreram alterações. Com uma taxa de poupança em queda, os depósitos bancários perderam a sua importância relativamente à inovações financeiras, como a titularização de créditos hipotecários, por exemplo (Alexandre e Bação, 2014). Para analisar o desenvolvimento deste setor, estes autores analisaram dois indicadores, os ativos dos bancos em percentagem do PIB e o número de estabelecimentos bancários. Relativamente ao primeiro indicador, os autores estimam que os ativos dos bancos aumentaram cerca de 65% do PIB, em 1990, para quase 180%, em 2008, com um período crítico de seis anos, 1996-2002, em que cresceram

cerca de 50%. No que respeita ao segundo indicador, este passou de 1639 estabelecimentos em 1987, para 6800, em 2008.

As condições macroeconómicas, a integração europeia e o dinamismo do setor bancário facilitaram o acesso ao crédito por parte do setor privado o que conjugado com expectativas otimistas em relação ao futuro, alterou profundamente as decisões de poupança e endividamento das famílias. Amaral (2006) e Alexandre *et al.* (2016) sublinham que todos estes fatores permitiram o alargamento da classe média portuguesa e a convergência dos padrões de consumo para aqueles conhecidos nos restantes países europeus. Portugal transformou-se numa sociedade de consumo de massa.

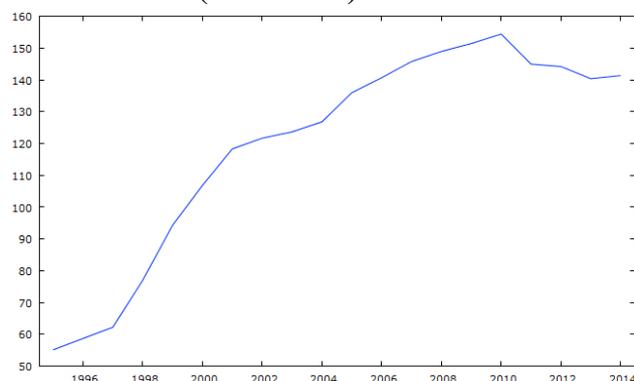
Já a poupança das famílias relativamente ao rendimento disponível tem seguido uma tendência decrescente desde 1995, tornando-se negativa em 2006 (Figura 10). Por sua vez, o endividamento das famílias em percentagem do rendimento disponível evidência uma tendência oposta, com uma trajetória ascendente a partir de 1997 (Figura 11).

Figura 10. Poupança das Famílias em % Rendimento Disponível (1995-2014)



Fonte: AMECO, série ASNH.

Figura 11. Endividamento das Famílias em % Rendimento Disponível (1995-2014)

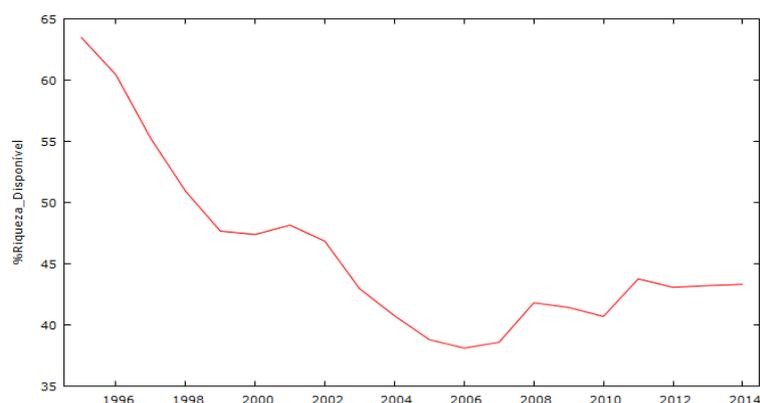


Fonte: OCDE.

A taxa de poupança das famílias portuguesas passou de 5,4% do rendimento disponível, em 1995, para apenas 0,3% do rendimento disponível, em 2006, enquanto que no mesmo período o endividamento das famílias passou dos 55% para os 140% do rendimento disponível das famílias.

A composição da riqueza das famílias também evoluiu ao longo das últimas décadas.

Figura 12. Depósitos e Moeda detidos pelas Famílias em % da Riqueza Disponível (1995-2014)



Fonte: OCDE.

Conforme se pode observar na Figura 12, a detenção de moedas e depósitos bancários tem seguido uma tendência decrescente desde 1995, atingido um mínimo histórico de 38% da riqueza total das famílias em 2006. A partir de 2011 a percentagem de depósitos e moeda relativamente à riqueza disponível das famílias tem estagnado nos 43% da riqueza total.

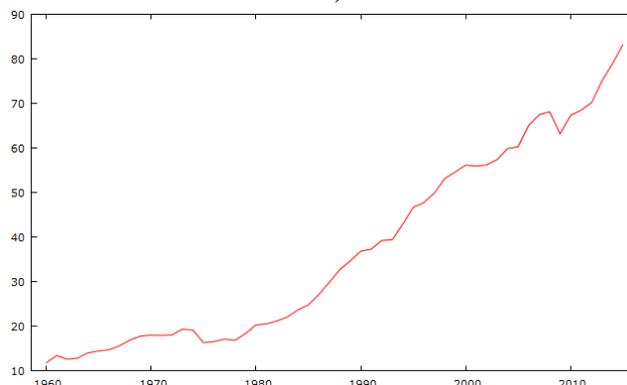
2.1.3. Investimento Direto Estrangeiro e Grau de Abertura da Economia

Nas últimas décadas a abertura comercial de Portugal foi marcada por dois acontecimentos relevantes, a entrada na *European Free Trade Association* (EFTA), em 1960, e adesão à CEE, em 1986. Desde a então as importações e as exportações cresceram a um ritmo superior ao do PIB, o que demonstra o aumento do grau de abertura da economia durante este período.

A Figura 13 ilustra o crescimento do grau de abertura da economia portuguesa relativamente ao exterior. Apesar desta seguir um caminho ascendente, Portugal continua a ser um dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

(OCDE) com menor grau de abertura, principalmente quando comparado com os restantes países da União Europeia (Amador e Cabral, 2014).

Figura 13. Grau de Abertura da Economia Portuguesa em % PIB (1960-2015)

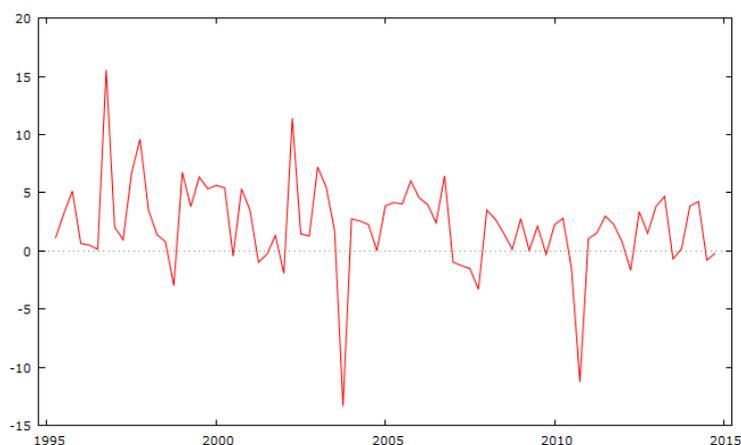


Nota: $GAE=(I+X)/PIB$.

Fonte: Elaborado pela autora com base nas séries OXGS para as exportações, OMGS para as importações e OVGd para o PIB da AMECO.

O Investimento Direto Estrangeiro (IDE) contribui para o aumento de capital na economia portuguesa e tem efeitos importantes no que respeita à especialização do país (Mamede e Freitas, 2008). O IDE tem seguido uma trajetória ascendente desde a entrada de Portugal na CEE, com uma aceleração no final da década de 90. A Figura 14 apresenta duas quebras importantes, a primeira no último trimestre de 2003 e a seguinte no último trimestre de 2010, correspondendo ao início da Crise da Dívida Soberana portuguesa.

Figura 14. Taxa de Crescimento do IDE (1996-2015)



Nota: Dados Trimestrais.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do Banco de Portugal.

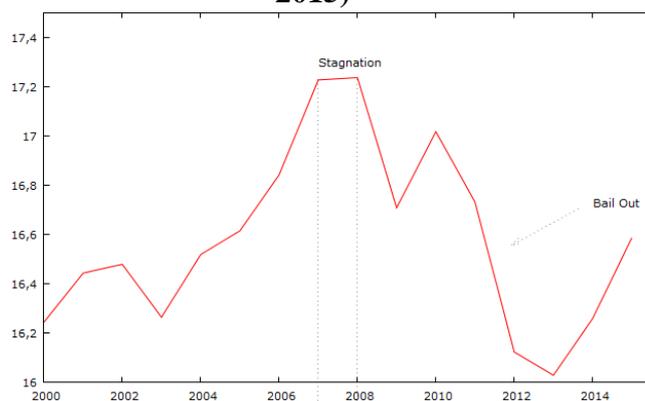
Os primeiros anos de Portugal na Comunidade Europeia foram um sucesso. O processo de integração europeu permitiu ao país convergir para padrões semelhantes aos verificados nos restantes países europeus, a economia cresceu mais do que a UE-12 reduzindo assim o *gap* existente com os demais países europeus. O êxito no cumprimento dos critérios de convergência permitiu ao país ganhar credibilidade perante os mercados financeiros internacionais e investidores estrangeiros. A entrada de Portugal na CEE foi acompanhada por uma entrada massiva de fluxos de capitais sob diversas formas, fundos estruturais, IDE e captação de poupança externa com a abertura dos mercados financeiros internacionais. A secção seguinte dá conta do desempenho económico portuguesa em termos de crescimento económico e de evolução da dívida pública para o período 1998-2011.

2.2. 1998-2011: Abrandamento do Crescimento Económico e Crescimento da Dívida Pública

O sucesso conhecido no período que se seguiu à entrada de Portugal na CEE não foi concretizado no período seguinte. As elevadas taxas de crescimento do PIB deram lugar a um abrandamento do crescimento económico logo desde 1999. Esta desaceleração importante transformou-se numa quase estagnação do produto em 2006 (Figura 15). Foi nesse período que a taxa de desemprego iniciou também uma trajetória ascendente. Se até 2000 esta se manteve relativamente estável em volta dos 5%-6%, a partir de 2001, começou a crescer de forma preocupante, até atingir cerca de 13%, em 2013 (Figura 16).

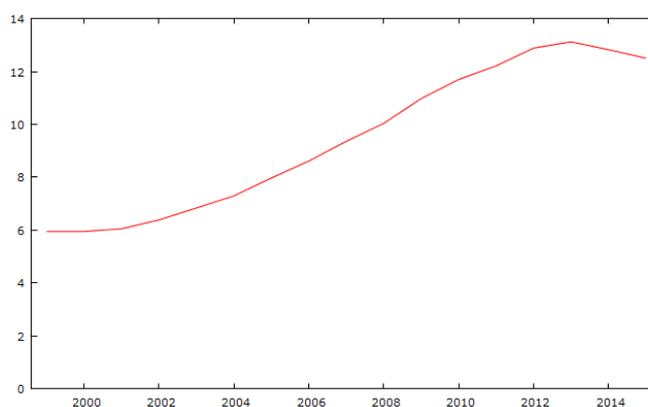
Alexandre et al. (2016) dividem este período de baixo crescimento económico em dois subperíodos. O primeiro antecede a crise financeira internacional, 2001-2007, e caracteriza-se por apresentar baixas taxas de crescimento do produto, pela desaceleração do consumo e por uma quebra importante do investimento em 2002-2003. O segundo, 2007-2014, corresponde ao impacto da crise financeira internacional, seguido do aparecimento das Crises das Dívidas Soberanas na Europa e, finalmente, pelo período de ajustamento, caracterizando-se por fortes quebras nas taxas de crescimento do PIB e por um aumento significativo do desemprego.

Figura 15. Evolução do PIB *per capita* a preços constantes de 2010 (2001-2015)



Fonte: AMECO, série RVGDP.

Figura 16. Evolução da Taxa de Desemprego em Portugal (1999-2015)



Fonte: AMECO, série ZNAWRU.

Vários autores debruçaram-se sobre as causas do abrandamento do crescimento económico após o sucesso dos primeiros anos do Portugal europeu. Alguns sublinham a importância do impacto negativo da globalização sobre a economia portuguesa, principalmente a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC) e a entrada de novos países do antigo bloco soviético na União Europeia (Amador *et al.* 2007). Outros, destacam a fraca qualidade dos fatores de produção, nomeadamente do capital humano. A inadequação das políticas económicas adotadas em Portugal após a adesão à UEM, principalmente no que respeita ao mercado do trabalho, são outro fator apontado para explicar o fraco desempenho da economia portuguesa na primeira década do novo milénio. Diversos autores apontam também para a inadequação das políticas que vigoraram em Portugal com a UEM. Blanchard (2007) evidencia a política orçamental pró-cíclica conjugada com o crescimento excessivo dos salários nominais que levaram ao aumento dos custos unitários do trabalho.

2.2.1. Desequilíbrios nos Setores de Produção

Reis (2013) tem uma posição divergente relativamente às causas do abrandamento do crescimento económico a partir de 1999. A teoria elaborada pelo autor defende que o esgotamento do processo de crescimento da economia portuguesa resulta da combinação do elevado montante de fluxos financeiros que entraram na economia, resultado da abertura dos mercados financeiros internacionais aos bancos portugueses, com um setor financeiro subdesenvolvido e pouco eficiente na alocação destes fundos. Menos desenvolvido do que os restantes setores financeiros europeus, o sistema financeiro português canalizou os fundos disponíveis para os setores não produtivos da economia em detrimento dos setores produtivos. Consequentemente, verificou-se em Portugal um crescimento dos setores não transacionáveis, principalmente dos setores da construção, do imobiliário e dos serviços. Não sujeitos à concorrência internacional, estes setores dependem exclusivamente da procura interna, daqui decorre que pouco ou nada acrescentam à produtividade da economia e podem gerar margens excessivas o que conduz à subida dos preços.

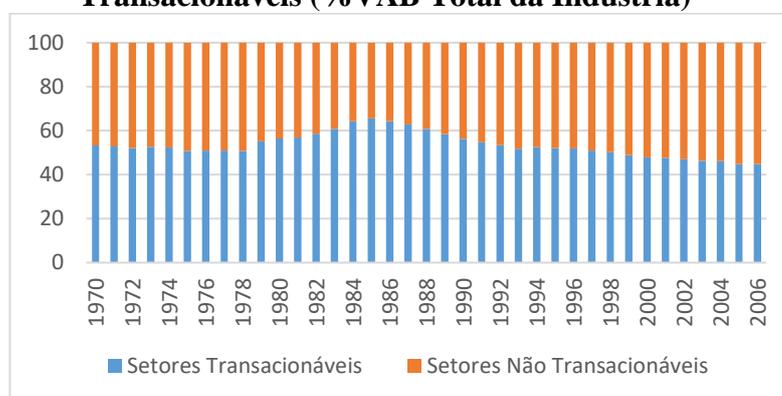
No sentido de validar a sua teoria, o autor elaborou um modelo com uma pequena economia aberta representativa de Portugal, que possui setores transacionáveis e não transacionáveis, e com um setor bancário sujeito a garantias que canaliza a poupança interna, mas também externa, e a direciona para os setores não transacionáveis da economia. Esta é posteriormente atingida por um choque, a adoção do euro, que conduz ao abrandamento da atividade económica devido ao relaxamento das garantias exigidas. O setor bancário, relutante em atribuir crédito a empresas já instaladas pertencentes aos setores transacionáveis e a operar no máximo das suas capacidades produtivas, preferirá canalizar os fluxos financeiros para novas empresas não produtivas, mas que proporcionem melhores garantias e margens mais elevadas. Os resultados obtidos pelo autor apontam para uma maior dificuldade no acesso ao crédito bancário pelas empresas produtivas relativamente aquelas pertencentes aos setores não transacionáveis. A entrada de Portugal na UEM não tornou os bancos mais eficientes na alocação dos recursos financeiros.

O crescimento excessivo dos setores não transacionáveis relativamente aos setores transacionáveis como causa do abrandamento do crescimento económico no início dos anos 2000 é também destacada por Andrade e Duarte (2011), Andrade (2014) e Alexandre *et al.* (2016). A queda das taxas de juro inerente ao processo de convergência nominal, juntamente com o montante avultado de fundos estruturais que entraram na economia portuguesa representam um choque positivo da procura. Num contexto de redução das incertezas inflacionistas, combinadas com o processo de desinflação e com a entrada massiva de

capitais na economia, a consequente redução das taxas de juro associada a uma queda da taxa de poupança e um aumento continuado da dívida pública, conduziu ao aumento dos preços. A natureza dos bens e serviços produzidos pelos setores não transacionáveis implica que estes não se encontrem indexados aos preços praticados nos mercados internacionais e, por isso, verifica-se um aumento superior dos preços nestes setores relativamente aqueles praticados nos setores transacionáveis. A consequência direta do crescimento dos preços foi o crescimento dos salários e das taxas de rendibilidade, que foram mais uma vez superiores nos setores não transacionáveis. Naturalmente atraído por taxas de retorno superiores, é para estes setores que o investimento e a força de trabalho se deslocará. Este fenómeno, identificado em 1976 por Gregory e publicada pelo *Economist* em 1977, é conhecido por “doença holandesa” (Andrade, 2014).

Até à entrada de Portugal na CEE, os setores transacionáveis representavam a categoria mais importante em termos do Valor Acrescentado Bruto (VAB) produzido pela indústria portuguesa, com um pico em 1985 onde estes produziam cerca de 66% do VAB total. As décadas seguintes, porém, evidenciam uma inversão dessa tendência, com os setores transacionáveis a perder importância no VAB total da economia (Figura 17).

Figura 17. Evolução do VAB dos Setores Transacionáveis e Não Transacionáveis (% VAB Total da Indústria)



Fonte: EU KLEMS Growth and Productivity Accounts e cálculos da autora.

Em termos desagregados (Quadro 3), o setor dos Serviços Não Transacionáveis, que engloba os serviços públicos como a educação, saúde humana, defesa e administração pública, o apoio social e os serviços de intermediação financeira, destacam-se por, de forma continuada ao longo do período em análise, ganharem importância no VAB produzido pela economia portuguesa. O setor da Agricultura, Caça e Pesca apresenta uma evolução oposta, tendo o seu peso diminuído drasticamente ao longo das décadas. Os serviços

Transacionáveis, Comércio por Grosso e a Retalho, Transportes e Comunicações e Alojamento e Restauração, conheceram uma década de crescimento, com uma variação positiva de 8 pontos percentuais no período 1975-1986, porém o VAB produzidos por estes estabilizou-se nas décadas seguintes em cerca de 24% do VAB total da economia.

Quadro 3. Evolução do Peso dos Setores (% VAB total)

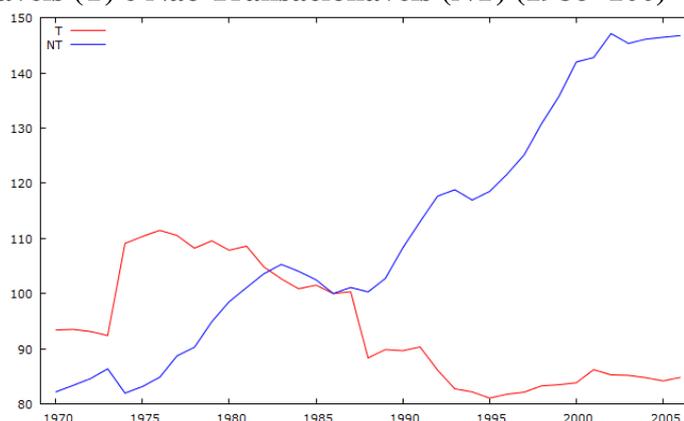
	Ano				Variação		
	1975	1986	1995	2006	1975-86	1986-95	1995-06
<i>Agricultura, Pesca e Caça</i>	13,0%	10,1%	5,7%	2,8%	-2,9 pp	-4,4 pp	-2,9 pp
<i>Industria Extrativa, Manufatura, Energia</i>	18,4%	27,0%	22,0%	17,7%	8,6 pp	-5,0 pp	-4,4 pp
<i>Serviços Transacionáveis</i>	19,3%	27,1%	24,3%	24,4%	7,8 pp	-2,8 pp	0,1 pp
<i>Construção e Atividades Imobiliárias</i>	34,6%	14,6%	19,9%	21,2%	-20 pp	5,3 pp	1,3 pp
<i>Serviços Não Transacionáveis</i>	14,6%	21,2%	28%	34,8%	6,6 pp	6,8 pp	6,8 pp

Fonte: EU KLEMS Growth and Productivity Accounts e cálculos da autora.

A integração europeia, e mais concretamente a adesão de Portugal à zona euro, pode explicar a evolução dos diferentes setores de produção da economia portuguesa. Por definição, os setores transacionáveis são aqueles expostos à concorrência internacional, tanto no mercado interno, como nas exportações. Já os setores não transacionáveis dependem exclusivamente da procura interna. A perda da política cambial consequente à adoção da moeda única impossibilita ajustamentos cambiais deixando os bens e serviços produzidos pelos setores transacionáveis vulneráveis à evolução dos preços, das taxas de juro e custos fiscais. Já os setores não transacionáveis estão dependentes da concorrência existente no mercado interno, o que explica, em certa medida, as diferenças de preços verificadas nos diversos países europeus.

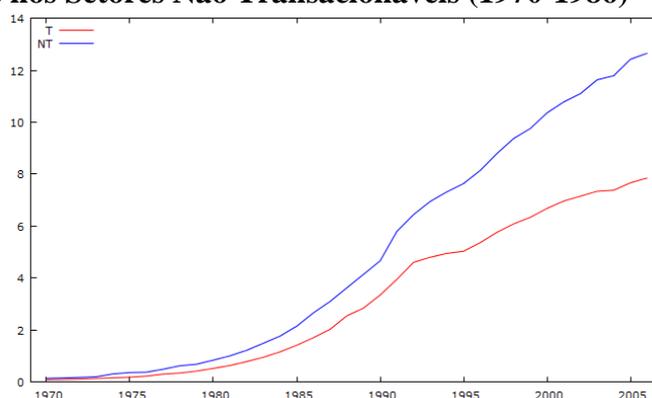
O emprego cresceu mais nos setores não transacionáveis do que nos setores transacionáveis (Figura 18). É natural que assim seja, uma vez que uma parte da procura de bens e serviços transacionáveis é satisfeita através da importação dos mesmos. Consequentemente, enquanto se verifica uma contração do emprego nos setores transacionáveis, os setores não transacionáveis seguem uma tendência de criação de novos postos de trabalho. O crescimento do número de trabalhadores nos setores não transacionáveis aliado ao fato de estes não estarem sujeitos a pressões internacionais implica que os salários praticados nestes setores sejam superiores aos que são praticados nos setores transacionáveis (Figura 19).

Figura 18. Evolução dos Trabalhadores Contratados nos Setores Transacionáveis (T) e Não Transacionáveis (NT) (1986=100)



Fonte: *EU KLEMS Growth and Productivity Accounts* e cálculos da autora.

Figura 19. Compensação por Hora Trabalhada nos Setores Transacionáveis e nos Setores Não Transacionáveis (1970-1986)



Fonte: *EU KLEMS Growth and Productivity* e cálculos da autora.

Como vimos acima, os serviços não transacionáveis cresceram ao longo das últimas décadas para representar um terço do VAB produzido pela economia portuguesa. A seguir discutiremos a responsabilidade do Estado nessa evolução desfavorável dos setores de produção.

2.2.2. Despesas do Estado e Endividamento Externo

O Estado desempenhou um papel importante, ainda que por vezes de forma indireta, no crescimento dos setores não transacionáveis (Alexandre *et al.*, 2016). Os fundos estruturais recebidos foram decisivos no processo de convergência de Portugal para os restantes países europeus. O desenvolvimento do Estado Social, a criação do Sistema Nacional de Saúde e o alargamento do acesso à educação e justiça a todo o território teve

como efeito o crescimento do setor dos serviços públicos. Enquanto que estes em 1975 representavam cerca de 21% do VAB produzido pelos setores não transacionáveis, em 10 anos este setor cresceu quase 21 pontos percentuais para, em 1986, representar 41,6% do VAB total dos setores não transacionáveis. As duas décadas seguintes confirmam o crescimento deste setor, uma vez que em 2006, 46,7% do VAB produzido pelos setores não transacionáveis era proveniente dos serviços públicos (Quadro 4).

Quadro 4. VAB do Setor Não Transacionáveis por Categorias

	Ano				Variação		
	1975	1986	1995	2006	1975-86	1986-95	1995-06
<i>Construção</i>	13,4%	15,8%	13,2%	12,0%	2,4 pp	-2,6 pp	-1,3 pp
<i>Intermediação Financeira</i>	7,9%	16,1%	13,1%	13,5%	8,2 pp	-3,0 pp	0,4 pp
<i>Atividades Imobiliárias e Business Activities</i>	57,0%	25,1%	28,4%	26,4%	-31,9 pp	3,3 pp	-1,9 pp
<i>Serviços Públicos</i>	20,9%	41,6%	43,8%	46,7%	20,7 pp	2,3 pp	2,8 pp
<i>Particulares com Empregados Domésticos</i>	0,8%	1,4%	1,5%	1,4%	0,7 pp	0,01 pp	-0,1 pp

Fonte: EU KLEMS Growth and Productivity Accounts e cálculos da autora.

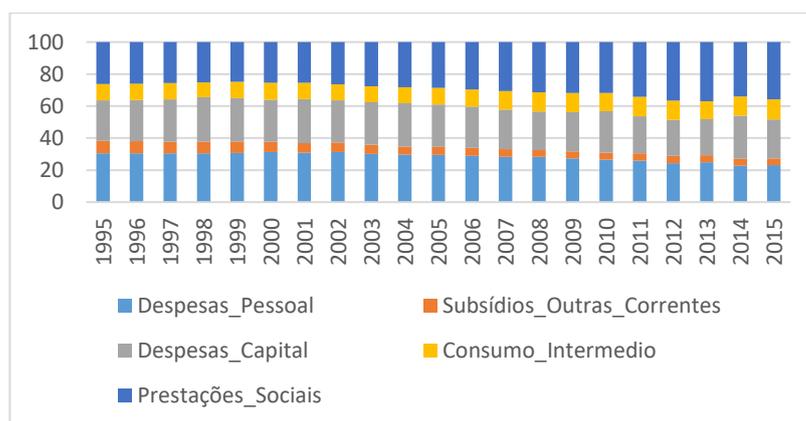
O crescimento dos serviços públicos implicou a contratação de novos funcionários. De facto, segundo dados publicados pela Direcção-Geral da Administração Pública e do Emprego Público² existiam em 1979 383103 postos de trabalho na Administração Pública, em 1986, estes eram 464321, o que representa um crescimento de 21,2% no número de postos de trabalho criados pelo Estado. A criação de novos postos de trabalho na Administração Pública continuou nas décadas seguintes. Em 1999 existiam 716418 postos de trabalho, o que representa em relação a 1986 um crescimento de 54,3%. Obviamente a contratação de novos trabalhadores na Administração Pública teve consequências na evolução das despesas do Estado.

A despesa primária do Estado tem seguido uma tendência ascendente desde a entrada de Portugal na CEE (Alexandre *et al.*, 2016). Enquanto que esta representava 30,7% do PIB em 1985, em 2015 a despesa primária representava 40,6% do PIB, o que equivale a uma variação positiva de 10 pontos percentuais no espaço de trinta anos. A categoria

² A Década: emprego público em números 1995-2005 e Análise da evolução das estruturas da administração pública central portuguesa decorrente do PRACE e PREMAC.

Prestações Sociais foi a que mais contribuiu para este crescimento explosivo da despesa. Se em 1985 esta representava 8,1% do PIB, em 2015, correspondia a 17% do PIB. Tem-se então um crescimento de cerca de 50% nas despesas do Estado de cariz social (Quadro 5). Até 2005 esta era a segunda categoria mais importante da despesa primária total, atrás das Despesas com o Pessoal, porém, a partir de 2005, verifica-se que as despesas em Prestações Sociais continuaram a crescer enquanto as Despesas com o Pessoal inverteram a tendência de crescimento verificada desde 1995 (Figura 20). Este crescimento contínuo da despesa primária do Estado leva Reis (2013) a concluir que existe em Portugal uma verdadeira dificuldade em controlar as despesas primárias públicas, devido a decisões erradas de política orçamental ou a orçamentos pro-cíclicos. O autor continua dizendo que o cerne do problema se encontra na falta de políticas económicas direccionadas para o crescimento económico estrutural, por exemplo gastos em educação.

Figura 20. Despesa Primária do Estado por Categoria (1995-2015)



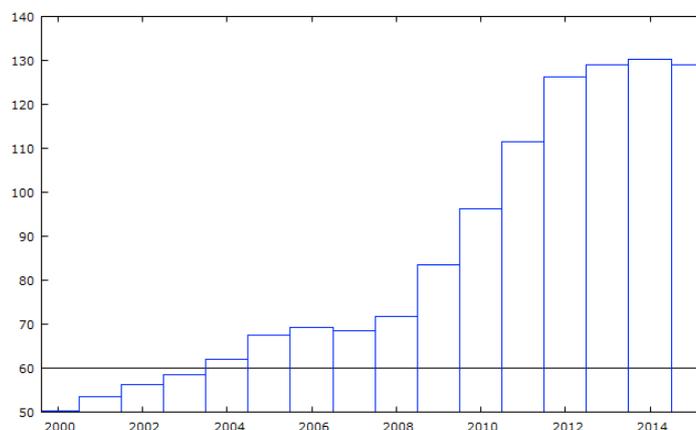
Fonte: AMECO e *General Government Data Autumn 2015*.

Quadro 5. Despesas do Estado por Categoria em % do PIB

	<i>1985</i>	<i>1995</i>	<i>2005</i>	<i>2015</i>
<i>Despesas com o Pessoal</i>	9,2%%	12,5%	14,5%	11,4%
<i>Despesas de Capital</i>	6,2%	5,2%	5,0%	2,4%
<i>Consumo Intermédio</i>	3,1%	4,3%	5,1%	6,2%
<i>Subsídios e outras</i>	4,1%	3,0%	3,3%	3,2%
<i>Despesas Prestações Sociais</i>	8,1%	10,7%	14,0%	17,4%
<i>Despesa Primária</i>	30,7%	35,8%	41,9%	40,6%

Fonte: AMECO e *General Government Data Autumn 2015*.

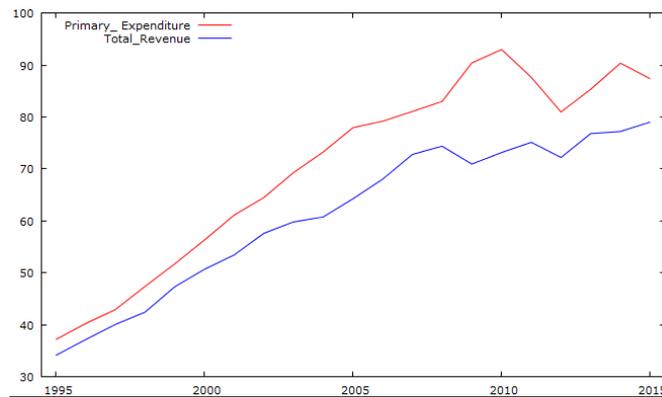
O crescimento da despesa primária fez-se à custa do aumento do endividamento externo (Figura 22), uma vez que a receita total arrecadada pelo Estado não é suficiente para fazer face às despesas antes de pagamento de juros (Figura 21).

Figura 21. Dívida Pública Bruta em % do PIB (2000-2015)

Fonte: AMECO, série UDGGL.

Verifica-se então que a partir de 2000 a dívida pública em termos do produto seguiu uma trajetória ascendente. Se até 2003 Portugal respeitou o critério de convergência de Maastricht relativamente à estabilidade das finanças públicas, o ano de 2004 marca o início de um período onde a dívida pública bruta ultrapassou a marca dos 60% do PIB. Foi atingido um máximo histórico em 2014, com a dívida bruta a ascender a 124% do PIB (Figura 21).

Figura 22. Despesa Primária e Receita Total (10⁶€) (1995-2015)



Fonte: AMECO e cálculos da autora.

O impacto de elevados níveis de endividamento público sobre o crescimento económico deu lugar a debates acesos e posições contrárias entre os economistas e decisores políticos desde longa data. Numa altura em que este era menosprezado vozes dissonantes emergiram. Modigliani (1961), após saudar os contributos de Buchanan (1958), Meade (1959) e Musgrave (1959), defendeu que financiar a despesa pública em bens ou serviços através do endividamento público é somente benéfico para as gerações existentes nesse momento e tornar-se-á um fardo para as gerações futuras. De facto, um aumento do endividamento no momento presente diminui o *stock* futuro de capital privado. A situação inversa também é verdadeira. Uma diminuição presente do endividamento público será um fardo para as gerações presentes, mas transformar-se-á num ganho para as gerações futuras. O autor conclui também que os efeitos negativos do crescimento do endividamento serão eliminados, em parte ou totalmente, se financiarem despesas que contribuam para o crescimento do rendimento real das gerações futuras.

Elmendorf e Mankiw (1999) sublinham a importância de dois pontos de vistas distintos, o ponto de vista convencional, e geralmente aceite pelos economistas, e a Equivalência Ricardiana. Enquanto o primeiro defende a existência de uma relação positiva entre crescimento económico e endividamento público, no curto prazo, e negativa, no longo prazo, o segundo, argumenta não existir qualquer tipo de causalidade entre as duas variáveis. Para os defensores do ponto de vista convencional, no curto prazo, a consequência do aumento do endividamento será o crescimento da procura agregada que conduzirá ao crescimento do produto. Porém, no longo prazo, verificar-se-á uma queda da taxa de poupança e do investimento, o que provocará uma desaceleração do crescimento económico. A Equivalência Ricardiana, por sua vez, argumenta a inexistência de qualquer tipo de relação

entre as diversas variáveis, uma vez que o endividamento público presente não é mais do que um adiamento do aumento de impostos futuros.

A possibilidade de existir uma relação negativa entre crescimento económico e endividamento público no curto prazo é sublinhada por Cochrane (2011). O autor argumenta que em consequência da política monetária expansionista levada a cabo pela Fed em resposta à crise financeira internacional de 2007, os EUA podem vir a ser confrontados com uma situação de estagflação, em vez do crescimento económico esperado pelos decisores políticos, sustentado através da inflação.

Em termos empíricos, um dos estudos mais importantes sobre a relação entre endividamento público e crescimento económico é o de Reinhart e Rogoff (2010), não obstante os erros de cálculo que deram origem a novos estudos (Herndon *et al.*, 2013). Os autores propuseram-se estudar, para um painel de quarenta e quatro países, vinte dos quais economias desenvolvidas, incluindo Portugal, e as restantes vinte e quatro economias emergentes, e um intervalo de tempo de cerca de duzentos anos, a relação existente entre diversos níveis de endividamento público e o crescimento económico e a inflação. A inclusão de cerca de 3700 observações anuais na análise permitiu aos autores compilar dados de vários regimes políticos e acontecimentos históricos. Reinhart e Rogoff (2010) realizaram quatro análises distintas. A primeira para o painel das economias desenvolvidas e para um intervalo de tempo de 1946-2009. Uma segunda análise, para as economias desenvolvidas, mas de forma individual e para um período de tempo de quase 200 anos (1790-2009). A terceira e a quarta análise foram semelhantes às duas anteriores, mas tiveram como objeto de estudo as economias emergentes. A metodologia seguida por Reinhart e Rogoff (2010) é bastante simples. Nas diferentes análises efetuadas os dados foram agrupados em quatro categorias distintas de acordo com o nível da rácio dívida pública/PIB atingidos em cada ano pelos diversos países. A primeira categoria para rácios dívida pública/PIB abaixo dos 30%, a segunda categoria para rácios dívida pública/PIB no intervalo 30-60%, a terceira categoria para rácios dívida pública/PIB no intervalo 60-90% e, finalmente, a última categoria para rácios dívida pública/PIB acima de 90%. De seguida os autores calcularam a média e a mediana da taxa de crescimento do PIB por categoria, assim como a taxa de inflação mediana por categoria. Desta análise os autores tiraram três conclusões. Em primeiro lugar, que não existe nenhuma relação entre endividamento público e crescimento económico para rácios dívida pública/PIB inferiores a 90%, acima deste valor a taxa crescimento mediana do produto decresce 1% e a taxa de crescimento média do produto cai cerca de 4%. Em segundo lugar a rácio limite de dívida pública/PIB que não afeta o crescimento económico é

semelhante nas economias desenvolvidas e nas economias emergentes. Finalmente não existe evidências empíricas de uma relação entre inflação e dívida pública nas economias avançadas. Este estudo teve um grande impacto no aceso debate sobre a direção da política orçamental nos últimos anos por dar suporte empírico aos defensores de políticas de austeridade nos países com elevados níveis de endividamento público.

Porém, num exercício de replicação levada a cabo por Herndon *et al.* (2013), foram identificadas fraquezas importantes na metodologia utilizada que põe em causa os resultados acima enunciados e, conseqüentemente, refutam as conclusões de Reinhart e Rogoff (2010). Em primeiro lugar, o exercício de replicação permitiu identificar uma série exclusões de dados não justificadas no estudo original. Por exemplo, Reinhart e Rogoff (2010) excluíram da sua análise dados para a Austrália no intervalo de tempo de 1946-1950, Nova-Zelândia para os anos 1946 até 1949 e Canadá de 1946 até 1950. Para além da exclusão de dados, erros de codificação excluíram completamente do estudo cinco países, a Austrália, a Áustria, a Bélgica, o Canadá e a Dinamarca. Finalmente, Herndon *et al.* (2013) verificaram a existência de uma ponderação errada dos dados nos cálculos das médias e medianas. De facto, no estudo original, após classificar as observações pelas quatro categorias, Reinhart e Rogoff (2010) calcularam as taxas médias e mediana de crescimento do PIB para cada país dentro de cada categoria. Após realizar o exercício de replicação com uma ponderação adequada e sem omissão de dados, Herndon *et al.* (2013) apuraram que na categoria de rácio de dívida pública/PIB acima de 90%, o PIB apresentou uma taxa média de crescimento positiva de 2,1%, ao invés dos -0,1% obtidos por Reinhart e Rogoff (2010), e é na transição da categoria $\leq 30\%$ para 30-60% que se verifica uma maior variação, -0,7 pontos percentuais.

Chicherita e Rother (2010) realizaram uma investigação empírica sobre a existência de uma relação entre a rácio dívida pública/PIB e o PIB *per capita* para um painel de doze países da zona euro, incluindo Portugal, e um intervalo de tempo compreendido entre 1970 e 2011. Para além de apurar a existência de uma relação não linear (U invertido) entre endividamento público e crescimento económico, os autores analisaram os canais de transmissão dos efeitos de elevados níveis de endividamento público no crescimento do produto. Os autores estimaram um modelo quadrático que relaciona o endividamento público com o crescimento do produto. Os autores incluíram variáveis *dummy* temporais e espaciais de forma a controlar choques comuns a todos os países e características específicas individuais, assim como variáveis de controlo, nomeadamente, variáveis de controlo orçamentais, variáveis relativas ao grau de abertura da economia e outras que captam os efeitos da inflação. De forma a analisar os canais de transmissão dos efeitos não lineares

Checherita e Rother (2010) realizaram ainda seis estimações adicionais, tendo apurado que é através da poupança privada, do investimento público, da produtividade total dos fatores e das taxas de juro da dívida soberana reais e nominais que os efeitos se fazem sentir.

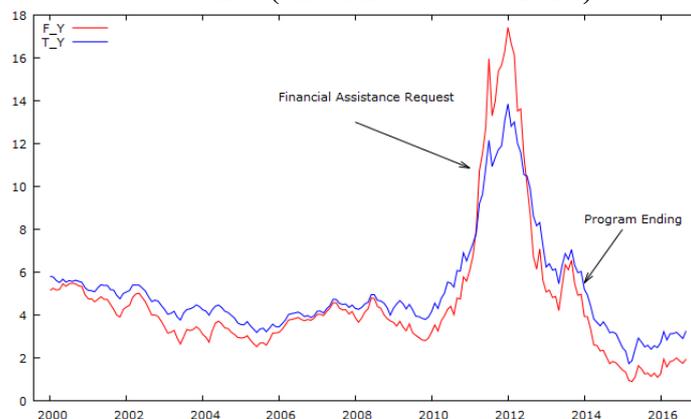
2.3. 2011- Atualidade: Pedido de Assistência Financeira e Programa de Ajustamento

Os problemas de crescimento económicos anteriormente descritos, associados a elevados níveis de endividamento público e privado dificultaram as condições de acesso de Portugal ao financiamento internacional. No dia 6 abril de 2011 o Governo português, liderado pelo então Primeiro Ministro José Sócrates, anunciou ao país ter efetuado um pedido formal de assistência financeira à Comissão Europeia. No curto espaço de um ano Portugal tornou-se o terceiro país europeu a recorrer a um resgate financeiro. O primeiro foi a Grécia que devido ao descontrolo das suas contas públicas, se encontrava à beira da falência. Seguiu-se a Irlanda que se viu na obrigação de recapitalizar o setor bancário devido a falência de dois bancos de grandes dimensões, provocando um aumento do défice e da dívida externa do país. No caso português, o recurso a um programa de ajustamento financeiro deveu-se à impossibilidade de o país honrar os seus compromissos com os credores internos e externos. O então Ministro das Finanças Teixeira dos Santos declarou dia 12 de abril de 2011 que junho de 2011 seria o mês a partir do qual Portugal iria entrar em incumprimento. A crise portuguesa era então uma crise de endividamento excessivo, tanto público como privado e tanto interno, como externo (Alexandre *et al.*, 2016).

O facto de Portugal não ser capaz de fazer face as suas necessidades financeiras deveu-se à impossibilidade de o país recorrer aos mercados financeiros internacionais (Andrade, 2014). O Estado português tem ao seu dispor vários instrumentos financeiros de modo a conseguir financiamento. De acordo com a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) o mais utilizado é a emissão de Obrigações do Tesouro (OT). As taxas de juro das Obrigações do Tesouro emitidas pelo Estado português para maturidades de 5 e 10 anos seguiram uma tendência descendente desde a década de 2000. Contudo, a partir de 2010 os investidores internacionais começaram a olhar com desconfiança para Portugal exigindo prémios de risco cada vez mais elevados, traduzindo-se num aumento explosivo das taxas de juro. Aquando do pedido de assistência financeira, as taxas de juro a 5 anos e 10 anos ascendiam a 10,72% e 9,19%, respetivamente. O pico foi atingindo em janeiro de 2012 para a maturidade de 5 anos e em março do mesmo ano para a maturidade de 10 anos, eram de 12,72% e 10,86% (Figura 23). A confiança dos mercados voltou gradualmente com as taxas de juro exigidas a Portugal a decrescer. Aquando da conclusão

do programa de ajustamento, a taxa de juro a 5 anos exigida a Portugal era inferior a 2% e para a maturidade de 10 anos encontrava-se abaixo dos 4%.

Figura 23. Taxas de Juro das Obrigações do Tesouro de Portugal a 5 e 10 anos (31/01/2000-30/09/2016)



Nota: Periodicidade mensal.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados pelo Banco de Portugal.

O Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), assinado em maio de 2011 entre o Governo português e a *troika*, teve a duração de 36 meses e incluiu um montante de 78 mil milhões de euros, 26 mil milhões dos quais desembolsados pelo FMI e os restantes 52 mil milhões desembolsados, em partes iguais, através dos mecanismos europeus (Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira e Fundo Europeu de Estabilidade Financeira). O Estado português comprometeu-se a implementar as medidas constantes do “Memorando de Entendimento”³ sobre as condicionalidades de política económica e a sujeitar-se a avaliações trimestrais por parte da *troika*, designadas de “missões de avaliação”. O recebimento dos fundos foi efetuado por tranches, estando a transferência da tranche seguinte dependente do resultado da missão de avaliação do trimestre anterior.

O Programa assentou em três pilares, com o primeiro a dizer respeito à consolidação orçamental e tendo como objetivo restabelecer a confiança dos mercados financeiros internacionais e credibilizar as finanças públicas. O caminho escolhido para alcançar os objetivos enunciados passou principalmente pela redução da despesa de forma a minimizar os efeitos negativos sobre a atividade económica. Assim 2/3 do ajustamento seria feito pelo

³ Disponível em http://www.portugal.gov.pt/media/371372/mou_pt_20110517.pdf

lado da despesa e o restante pelo lado da receita. A Quadro 6 resume de forma sumária a estratégia de consolidação orçamental prevista pelo PAEF, assim como o impacto esperado das medidas na receita e na despesa do Estado.

Quadro 6. Estratégia Resultados Esperados de Consolidação Orçamental (% PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Saldo Orçamental</i>	-5,9	-4,5	-3,0	-2,3	-1,8	-1,8
<i>Saldo Primário</i>	-1,6	0,7				
<i>Dívida das AP's</i>	106,4	112,2	115,3	115	112,9	111
<i>Receita</i>	2,0	0,9	0,5			
<i>Despesa</i>	3,7	2,1	1,4			

Fonte: Relatório Anual da Tesouraria do Estado e da Dívida Pública, ano 2011, IGCP.

As medidas previstas pelo Programa para reduzir a despesa do Governo incidiram nas despesas com o pessoal e nas prestações sociais. Para além destas, o Programa previa medidas de redução nas despesas com a saúde e a educação assim como nas transferências do Estado para o setor público empresarial e as administrações regionais e locais. Do lado da receita, para além de medidas de combate à fraude e à evasão fiscal, o Programa previa a redução das deduções fiscais e regimes especiais em sede de IRC e IRS, o aumento da taxa do IVA e outros impostos que incidam sobre o consumo e alterar a tributação sobre o património.

O segundo pilar, incidiu sobre o reforço da estabilidade financeira do país e pretende minimizar as perdas de credibilidade dos agentes no setor bancário, decorrentes dos elevados níveis de endividamento externo. As medidas previstas para alcançar os objetivos passam pela desalavancagem do setor bancário e pelo aumento dos requisitos de capital, assim como pelo aumento das garantias públicas para as obrigações dos bancos e pela garantia de um fundo de 12 mil milhões de euros disponíveis para injeções temporárias de capital.

O terceiro e último pilar pretendeu combater os problemas de competitividade existentes na economia portuguesa através da correção de ineficiências presentes em alguns setores de atividade. As medidas principais incluem a liberalização dos setores da eletricidade, água e gás, dos transportes e das telecomunicações; o fim das *golden share*; um programa de privatizações, do qual se esperava uma receita na ordem dos 5 mil milhões de

euros; reforma judicial e no mercado do trabalho; reforma do setor empresarial do Estado; racionalização das Parcerias Público-Privadas e simplificação da Administração Pública, entre outras medidas.

O PAEF foi dado por concluído pelo Governo e pela *troika* de uma forma um tanto inusitada, uma vez que o Estado português dispensou a entrega da última tranche prevista no acordo assinado com as instituições internacionais e europeias num montante de 2,6 mil milhões de euros, assim como da 12ª missão de avaliação agendada. O Programa foi considerado um sucesso tanto por parte do Governo como por parte dos credores internacionais. No comunicado da *troika* relativamente ao resultado da 11ª missão de avaliação, esta sublinha: “O programa está no bom caminho para o seu termo, na sequência da conclusão desta avaliação final. O programa colocou a economia portuguesa no caminho da consolidação das finanças públicas, da estabilidade financeira e da competitividade.”⁴. No mesmo comunicado os credores ressaltam a necessidade de medidas adicionais de médio e longo prazo que tornem a economia mais dinâmica e flexível uma vez que persistem problemas de ordem estrutural, nomeadamente no mercado do trabalho e no fraco crescimento potencial da economia, assim como elevados níveis de endividamento externo.

⁴ Disponível em europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-329_pt.doc

3. Impacto do Endividamento Público e Privado no Crescimento Económico: Estudo Empírico

Esta secção é dedicada à realização de uma primeira tentativa de exploração empírica do impacto do endividamento público e do endividamento privado no crescimento económico. Após especificar a metodologia seguida e os dados utilizados, serão apresentadas as estatísticas descritivas mais importantes das variáveis utilizadas e, finalmente, os resultados obtidos nas diversas estimações realizadas.

3.1. Metodologia e Dados

Uma forma simples e eficiente de testar a relação entre o endividamento público e o crescimento económico é através da estimação da seguinte regressão:

$$GDP_pc_t = \beta_0 + \beta_1 Debt_t + u_t \quad (1)$$

Onde GDP_pc_t representa a taxa de crescimento do PIB *per capita* no período t e $Debt_t$ a rácio dívida pública/PIB. Naturalmente, e como em todos os modelos de regressão temporal, β_0 e u_t representam, respetivamente, a constante e o termo de erro. A fraqueza do modelo (1) é a sua simplicidade. É necessário adicionar variáveis explicativas ao modelo. Optou-se então por seguir a metodologia de Checherita e Rother (2013) e utilizar a equação de convergência condicional do crescimento económico que relaciona o crescimento do PIB *per capita* com o nível de rendimento inicial *per capita*, a taxa de crescimento da população e o rácio investimento-poupança/PIB. A este modelo adicionou-se a variável representativa do rácio dívida pública/PIB.

$$GDP_pc_t = \beta_0 + \beta_1 Debt_t + \beta_2 Debt_t^2 + \beta_3 \ln(GDPpc)_t + \beta_4 pop_g_t + \beta_5 saving/invest_g_t + \delta X_t + \varepsilon_t \quad (2A)$$

De forma a facilitar a leitura dos resultados é conveniente reescrever o modelo (2A) com a mesma notação que aquela utilizada no GRETL. O modelo a estimar será então:

$$tc = \beta_0 + \beta_1 gov_debt_t + \beta_2 gov_debt_t^2 + \beta_3 l_GDP_pc_t + \beta_4 pop_g_t + \beta_5 gfcf_t + \delta X_t + \varepsilon_t \quad (2B)$$

A variável dependente, isto é, a taxa de crescimento do PIB *per capita*, tem como designação tc . Para representar a rácio dívida pública/PIB, isto é a variável gov_debt , optou-se por utilizar o *general government consolidated gross debt* em % do PIB. O nível de rendimento inicial *per capita* é simplesmente o logaritmo natural do PIB *per capita*,

l_GDP_pc . Por sua vez a rácio poupança-investimento/PIB é representado pela formação bruta de capital em termos agregados, cuja designação no modelo é $gfcf_total$ e desagregados, respetivamente $gfcf_gov$ e $gfcf_priv$, para a formação bruta de capital fixo do Governo e do setor privado. Finalmente este modelo inclui um conjunto de variáveis explicativas, representadas pelo vetor X , que são consideradas importantes na determinação do modelo. Este vetor inclui variáveis de controlo, nomeadamente o grau de abertura da economia, a inflação e variáveis de controlo orçamentais. O grau de abertura da economia, $openness$, é a soma das exportações e importações em percentagem do PIB. A inflação é captada através da taxa de juro real das obrigações do tesouro português a 10 anos (LT_real_i), calculada com base no deflator do PIB. Finalmente, as variáveis de controlo orçamental incluídas no modelo são a receita do governo ciclicamente ajustada (gov_re_ca), a balança orçamental ciclicamente ajustada (gov_cab) e a poupança do governo ($saving_pub$).

A introdução neste modelo do rácio dívida pública/PIB na forma quadrática permite captar efeitos não lineares da dívida pública no crescimento económico. Estudar a presença de efeitos não lineares permite averiguar se, no caso da economia portuguesa, baixos níveis de dívida pública estão associados a níveis elevados de crescimento económico e elevados níveis de dívida pública estão associados a baixos níveis de crescimento económico. Dito de outra forma pretende-se verificar a existência (ou não) de uma relação em forma de U invertido entre o crescimento económico e o endividamento público.

Checherita e Rothers (2013) sublinham a relevância de testar o modelo acrescentando uma variável representativa do endividamento privado, isto porque se pode esperar que em países cujos níveis de endividamento privado sejam elevados, o impacto negativo do endividamento público no crescimento económico seja mais forte. De modo atestar esta hipótese acrescentou-se ao conjunto das variáveis explicativas uma *proxy* do endividamento privado, a rácio crédito concedido ao setor privado/PIB ($credit_priv$).

O método de estimação básico é o Método dos Mínimos Quadrado Ordinários, ou *Ordinary Least Squares* (OLS), amplamente utilizado pelos economistas. De modo a validar os resultados obtidos foram realizados todos os testes de inferência estatística relevantes, nomeadamente controlando problemas de heteroscedasticidade e problemas de autocorrelação. A análise dos resultados é apresentada na sub-secção 3 deste capítulo.

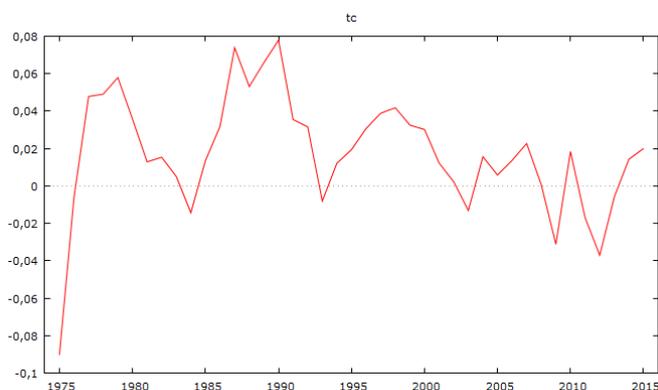
O conjunto de dados recolhido cobre o período 1977-2015. É necessário recuar tanto no tempo uma vez que se verifica que o endividamento público começa a apresentar

valores elevados a partir de meados da década de 80. Para cada variável temos 38 observações, com frequência anual. Os dados são provenientes dos relatórios estatísticos disponibilizados pela AMECO (em Anexo Quadros A.1). De forma a realizar as diversas regressões optou-se pelo recurso ao *Gnu Regression, Econometrics and Time Series Library* (GRET), um *software* de livre acesso que permite realizar análises econométricas.

3.2. Análise de Estatística Descritiva das Variáveis de Interesse

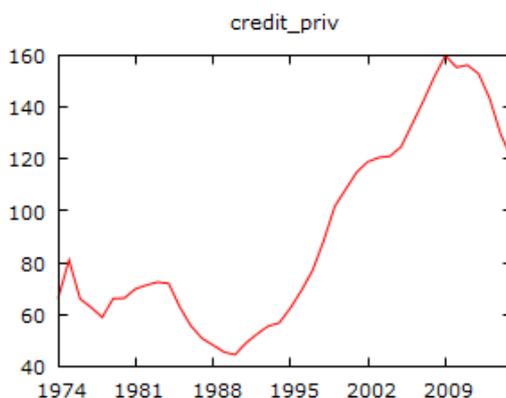
Antes de realizar qualquer tipo de análise é conveniente olhar para o gráfico das diversas variáveis do modelo. A Figura 24 representa a taxa de crescimento do PIB *per capita*, em milhares de euros, e a Figura 25 representa o crédito concedido ao setor privado português em percentagem do PIB (para a representação gráfica do rácio dívida pública/PIB ver de novo a Figura 8 e para as restantes variáveis ver Figura A.1 em Anexo). À semelhança da representação gráfica da taxa de crescimento do PIB, a taxa de crescimento do PIB *per capita* segue uma tendência crescente até à década de 2000, a partir da qual apresenta um padrão de quase estagnação. Já o crédito concedido ao setor privado português em percentagem do PIB segue uma trajetória descendente até ao início da década de 90, para depois conhecer um crescimento explosivo até 2004. A partir desse ano verifica-se o início de um período de desalavancagem do setor privado.

Figura 24. Taxa de Crescimento do PIB *per capita* português (1974-2015)



Fonte: Elaborada pela autora tendo por base os dados do Quadro A.1 em Anexo.

Figura 25. Crédito Concedido ao Setor Privado Português em %do PIB (1974-2015)



Fonte: Elaborada pela autora tendo por base os dados do Quadro A.1 em Anexo.

O Quadro 7 apresenta as estatísticas descritivas mais relevantes das variáveis utilizadas no modelo estudo, nomeadamente a média, mediana, mínimo, máximo e desvio-padrão. No período em análise a dívida pública em percentagem do PIB teve uma média de 62,75%, ligeiramente acima do critério imposto no Tratado de Maastricht sobre a estabilidade das finanças públicas. Dada a conjuntura atual, este valor parece relativamente baixo, relembra-se por isso que o período de análise tem início em 1977 e que só se verificam níveis de dívida pública acima dos 60% a partir de 2003. O máximo é de 130% e foi atingido em 2014. Relativamente à taxa de crescimento do PIB *per capita* este apresenta uma média de 0,17% com um máximo de 0,77%, atingido em 1989, e um mínimo de -0,9%. Já a rácio crédito atribuído ao setor privado/PIB representou, em média 91,163% do PIB com um máximo de quase 160% do PIB, atingido em 2009. Outra variável interessante é a taxa de juro real das obrigações do tesouro português a 10 anos que apresenta uma média de 2,09%, o que evidencia que no período em análise os investidores demonstraram confiança na economia portuguesa.

Quadro 7. Estatísticas Descritivas

	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Desvio-Padrão</i>
<i>tc</i>	0,0174172	0,0155568	-0,0902987	0,0778379	0,0314029
<i>gov_debt</i>	62,7573	58,7000	15,0000	130,603	27,9753
<i>sq_gov_debt</i>	4702,46	3445,85	225,000	17057,0	4461,68
<i>l_GDP_pc</i>	2,52999	2,60418	1,99840	2,84709	0,290826
<i>pop_g</i>	0,437869	0,271683	-0,546848	3,87355	0,816576
<i>gfcf_total</i>	28,3031	27,6468	13,3731	43,8004	9,60563
<i>gfcf_gov</i>	3,78571	3,80000	2,00000	5,60000	0,935629
<i>gfcf_priv</i>	21,3175	22,0321	12,5806	30,7400	4,34125
<i>LT_real_i</i>	2,09606	2,31061	-14,7000	14,1898	5,52923
<i>openness</i>	61,3088	62,1500	37,6208	79,8000	9,78428
<i>gov_rev_ca</i>	37,3487	39,4000	26,0000	45,0000	5,12265
<i>gov_cab</i>	-5,67949	-5,40000	-10,7000	-2,20000	5,12265
<i>saving_pub</i>	-1,74635	-1,50000	-6,80000	1,50000	2,10637
<i>saving_priv</i>	21,4103	21,3000	11,7000	30,2000	4,97953
<i>credit_priv</i>	91,163	72,333	44,590	159,83	37,438

Legenda: Veja-se Quadro A.1 em Anexo.

Fonte: Elaborado pela autora e veja-se Quadro A.1 em Anexo.

Os coeficientes de correlação entre as diversas variáveis encontram-se no Quadro 8. Estes foram calculados recorrendo à fórmula seguinte:

$$\rho = \frac{cov(x, y)}{\sqrt{var(x) \cdot var(y)}}$$

O coeficiente de correlação varia entre -1 e 1 , sendo que valores próximos de 1 significam a existência de uma correlação positiva forte e valores próximos de -1 uma correlação negativa forte. Valores iguais a 0 indicam que não existe qualquer tipo de correlação entre as duas variáveis.

Quadro 8. Matriz de Correlação

	gov_debt	l_GDP_pc	pop_g	gfcf_total	gfcf_gov	gfcf_priv	LT_real_i	openness	gov_cab	gov_rev_ca	saving_pub	saving_priv	crédit_priv
tc	0,6184	0,9964	-0,4584	0,8891	0,0296	-0,7442	0,4859	0,6733	0,3442	0,9036	0,2042	-0,7851	-0,7851
gov_debt	1,0000	0,6162	-0,7968	0,2096	-0,5421	-0,9020	0,4213	0,8354	0,2350	0,7633	-0,2131	-0,3035	0,6554
l_GDP_pc		1,0000	-0,4925	0,8881	0,0352	-0,7385	0,5043	0,6794	0,3398	0,9155	0,2191	-0,7639	0,7459
pop_g			1,0000	-0,1394	0,6146	0,6608	-0,4179	-0,7345	-0,2014	-0,6899	0,0680	0,1697	-0,2818
gfcf_total				1,0000	0,3621	-0,3836	0,3503	0,3975	0,2966	0,6969	0,3908	-0,7972	0,6059
gfcf_gov					1,0000	0,3582	-0,1612	-0,4079	-0,3136	-0,2079	0,1139	-0,1471	-0,0955
gfcf_priv						1,0000	-0,4886	-0,6939	-0,1891	-0,8264	0,1750	0,4547	-0,7102
LT_real_i							1,0000	0,2834	0,1852	0,4396	0,1378	-0,0711	0,2552
openness								1,0000	0,3604	0,7594	-0,0399	-0,4381	0,6746
gov_rev_ca									1,0000	0,3704	0,6339	-0,3227	0,2265
gov_cab										1,0000	0,1293	-0,7023	0,6237
saving_pub											1,0000	-0,2263	-0,1527
saving_priv												1,00000	-0,667

Legenda: Veja-se Quadro A.1 em Anexo.

Fonte: Elaborado pela Autora e veja-se Quadro A.1 em Anexo.

Verifica-se a existência de uma correlação positiva entre a taxa de crescimento do PIB *per capita* e a razão dívida pública/PIB, apesar de esta não ser muito forte, com um coeficiente de correlação de 0,62. A taxa de crescimento do PIB *per capita* está fortemente correlacionada com a formação bruta de capital fixo do governo e com as receitas do governo ciclicamente ajustadas, com coeficientes de correlação, respetivamente, de 0,8891 e 0,9036. A razão dívida pública/PIB encontra-se negativamente correlacionada com a taxa de crescimento da população e com a formação bruta de capital fixo do setor privado, cujos coeficientes de correlação são -0,7968 e -0,9020, respetivamente. Finalmente, o crédito concedido ao setor privado em percentagem do PIB está negativamente correlacionado com a taxa de crescimento do PIB *per capita*, apresentando um coeficiente de correlação de -0,7851.

3.3. Interpretação dos Resultados

No Quadro 9 encontram-se os resultados das diversas estimações da equação (2B), realizadas através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS). Foram estimados três modelos, cada um identificado por uma letra (A, B e C), os quais diferem uns dos outros pelo conjunto de variáveis explicativas utilizadas. Para cada variável é dado o valor estimado do regressor e o respetivo desvio-padrão, valor esse que se encontra entre parênteses. Todos os modelos incluem no conjunto das variáveis explicativas o nível de rendimento inicial, dado pelo logaritmo natural do PIB *per capita*, a razão dívida pública/PIB, na forma linear e quadrática, variáveis de controlo orçamental, a taxa de crescimento da população, o grau de abertura da economia e a taxa de juro real de longo prazo das obrigações do tesouro. O modelo A inclui também a razão poupança-investimento/PIB na sua forma agregada, dada pela formação bruta de capital fixo do total da economia. Já no modelo B este parâmetro é dado na forma desagregada com a formação bruta de capital fixo do setor privado e a formação bruta de capital fixo do setor público. Finalmente, no modelo C, substituiu-se a razão poupança-investimento/PIB pela poupança em termos desagregada.

Quadro 9. Estimação da Equação (2B)*Variável Dependente: tc*

	A	B	C
<i>const</i>	0,304241 (0,208440)	0,429030*** (0,141182)	0,141125 (0,123091)
<i>gov_debt</i>	0,00155774 (0,00195119)	-0,000152083 (0,00223534)	0,00346211* (0,00203155)
<i>sq_gov_debt</i>	-8,23625e-06 (9,50778e-06)	-3,60847e-06 (9,91012e-06)	-1,68564e-05* (9,58386e-06)
<i>gov_rev_ca</i>	-0,00511319* (0,00296800)	-0,00561039* (0,00293533)	-0,00480174 (0,00285771)
<i>gov_cab</i>	0,00457669* (0,00250549)	0,00525378* (0,00257451)	0,00221571 (0,00290269)
<i>l_GDP_pc</i>	-0,0277838 (0,125940)	0,0162630 (0,0529648)	-0,00939771 (0,0520245)
<i>pop_g</i>	-0,0357123 (0,0211484)	-0,0514476** (0,0240739)	-0,0116651 (0,0214900)
<i>gfcg_total</i>	0,000813486 (0,00274356)		
<i>gfcf_gov</i>		0,00561623 (0,00793675)	
<i>gfcf_priv</i>		-0,00451876 (0,00324973)	
<i>openness</i>	-0,00116467 (0,00274356)	-0,000231197 (0,00118773)	-0,00105722 (0,000972511)
<i>LT_real_i</i>	0,000500850 (0,00104941)	0,000366991 (0,00102558)	-5,83718e-05 (0,00106010)
<i>saving_priv</i>			0,00144480 (0,00158534)
<i>saving_pub</i>			0,00567603* (0,00304927)
R²	0,461364	0,498359	0,541621
R²-Ajustado	0,288231	0,312566	0,371851

Nota: *, ** e *** representam a significância estatística dos regressores a 10%, 5% e 1% de nível de significância, respetivamente.

Todos os modelos apresentam um poder explicativo muito baixo, dado pelo valor dos parâmetros R^2 e R^2 -ajustado. O modelo cujos parâmetros apresentam valores mais altos é o modelo C. Para além de ser aquele com maior poder explicativo é também o único onde as variáveis explicativas de interesse têm significância estatística, porém, apenas a 10% de nível de significância estatística. O modelo C sugere a existência de uma relação não linear entre o endividamento público e o crescimento económico. Contudo, uma vez que este explica apenas 37% do comportamento do crescimento económico, seria pouco prudente aceitar estas conclusões sem realizar outras estimações com um conjunto diferente de variáveis explicativas.

Se no modelo clássico de regressão linear tem de se verificar o pressuposto da homoscedasticidade, nos modelos temporais, este é normalmente a exceção, em vez da regra. A não verificação deste pressuposto afeta negativamente a estimação, assim como a inferência estatística realizada no modelo. Existem alguns testes de deteção do problema de heteroscedasticidade. Relativamente aos três modelos estimados foram realizados dois, o teste de White e o teste de Breusch-Pagan. Os resultados obtidos encontram-se no Quadro 10.

Quadro 10. Deteção da Heteroscedasticidade

	<i>Modelo A</i>	<i>Modelo B</i>	<i>Modelo C</i>
<i>Teste de White</i>	0,418160	0,567812	0,107914
<i>Teste de Breusch-Pagan</i>	0,617997	0,899329	0,498599

Nota: Os valores indicados no quadro são os valores-p obtidos nos testes.

Fonte: Realizado pela autora.

Em ambos os testes a hipótese nula é da homoscedasticidade do modelo. Para um nível de significância de 5% podemos concluir que nenhum dos modelos sofre do problema da heteroscedasticidade.

A ausência de autocorrelação entre as perturbações aleatórias do modelo é outro pressuposto básico no modelo clássico de regressão linear. A verificação desta hipótese garante a eficiência dos estimadores da regressão. Assim, caso não se verifique, os estimadores obtidos nas estimações realizadas deixam de ser eficientes. Para testar a presença de autocorrelação nas estimações efetuadas, foram realizados dois testes, o teste de Durbin-Watson e o teste de Breusch-Godfrey (Quadro 11). Em ambos os testes, a hipótese nula é a ausência de autocorrelação dos erros. Os valores apresentados relativamente ao teste

Breusch-Godfrey são os valores-p, e para o teste Durbin-Watson os valores consistem na estatística de Durbin-Watson.

Quadro 11. Deteção da Autocorrelação

	<i>Modelo A</i>	<i>Modelo B</i>	<i>Modelo C</i>
<i>Teste Durbin-Watson</i>	1,242731	1,356616	1,674066
<i>Teste Breusch-Godfrey</i>	0,0147	0,0617	0,229

Fonte: Elaborado pela autora.

Tendo em conta os valores $d_l = 0,9705$ e $d_u = 2,0978$ para o modelo A e os valores $d_l = 0,9118$ e $d_u = 2,1803$ para os modelos B e C, o teste Durbin-Watson é inconclusivo para os três modelos. Assim, para rejeitar ou não rejeitar a hipótese nula recorre-se aos resultados obtidos através do teste Breusch-Godfrey. Em ambos os modelos, para um nível de significância de 5%, não se rejeita a hipótese nula. Nenhum dos modelos sofre do problema de autocorrelação dos erros.

A persistência de *stocks* de dívida pública ao longo do tempo é uma característica importante desta variável. Assim sendo, realizou-se uma quarta estimação, semelhante ao modelo C anteriormente apresentado, desfazendo um período as variáveis *gov_debt* e *sq_gov_debt*. Os resultados obtidos (ver Quadro A.2a e Quadro A.2b em Anexo) mostram que a rácio dívida pública/PIB, tanto na forma linear como quadrática, deixam de ser significativos e o poder explicativo do modelo é ainda mais fraco do que o anterior.

Finalmente, realizou-se uma quinta regressão, incluindo no conjunto das variáveis explicativas uma *proxy* da rácio dívida privada/PIB (ver Anexo de Quadros A3), de forma a verificar se o endividamento privado tem algum impacto no crescimento económico. Neste modelo a rácio dívida pública/PIB na forma quadrática deixa de ser estatisticamente significativa, enquanto o crédito concedido ao sector privado em percentagem do PIB é significativo a 10% de nível de significância. A inferência estatística realizada ao modelo permite assim não validar as hipóteses de autocorrelação dos erros e de heteroscedasticidade do modelo.

Após apresentar os resultados das diversas estimações realizadas, assim como os resultados obtidos nos diversos testes de inferência estatística, parte-se agora para a sua discussão. Iremos apenas realizar a discussão dos resultados obtidos em duas estimações, a estimação do modelo C e a estimação do modelo utilizando, no conjunto das variáveis explicativas, a rácio crédito setor privado/PIB. Apesar de terem sido realizadas um total de

cinco estimações, o objetivo desta análise exploratório é averiguar o impacto do endividamento público e do endividamento privado no crescimento económico português. Assim sendo, estes dois modelos são aqueles que melhor vão ao encontro deste objetivo.

Começando com o modelo C, a rácio de dívida pública/PIB, na forma linear, é estatisticamente significativa a 10% de nível de significância e apresenta um sinal positivo. Uma variação unitária na rácio dívida pública/PIB implica um crescimento do PIB *per capita* em 0,00346211 pontos percentuais. Por sua vez, a rácio dívida pública/PIB na forma quadrática, também ela estatisticamente significativa a 10% de nível de significância, apresenta uma relação negativa com a taxa de crescimento do PIB *per capita*. Este resultado é consistente com a literatura económica acerca da existência de uma relação em forma de U invertido entre as duas variáveis. Níveis baixos de endividamento externo estão positivamente relacionados com a taxa de crescimento do PIB *per capita*, porém, esta relação inverte-se a partir de um determinado nível de dívida pública. A última variável estatisticamente significativa neste modelo é a poupança do setor privado em % do PIB que apresenta um sinal positivo. Uma variação unitária da poupança privada em % do PIB implica uma variação positiva de 0,00567603 pontos percentuais na taxa de crescimento do PIB *per capita*. Estes resultados sugerem que o crescimento económico implica políticas de endividamento público moderadas, uma vez que para um dado nível de rácio de dívida pública/PIB verifica-se uma desaceleração do crescimento económico. Em Portugal, quando a dívida pública ultrapassou os 60% do PIB, verificou-se a desaceleração do crescimento económico.

Relativamente à estimação da equação 2B, incluindo no conjunto das variáveis explicativas a rácio crédito do setor privado/PIB, a rácio dívida pública/PIB na forma quadrática deixa de ser estatisticamente significativa. A rácio crédito do setor privado/PIB é estatisticamente significativa a 10% de nível de significância e apresenta sinal positivo. Assim, uma variação unitária do crédito concedido ao setor privado, em percentagem do PIB, implica uma queda na taxa de crescimento do PIB em 0,000531199 pontos percentuais. Estes resultados parecem implicar que um setor privado fortemente endividado terá um impacto negativo no crescimento económico.

4. Conclusão

Os resultados alcançados apontam para uma relação não linear entre o endividamento público, e o crescimento económico, assim como para uma relação linear negativa entre o endividamento privado e o crescimento económico.

O presente trabalho, à semelhança de outros os estudos de carácter empírico, apresenta um conjunto de limitações. O fraco poder explicativo do modelo é um deles, sugerindo que é preciso ter em conta outros fatores explicativos da relação entre as variáveis. Salienta-se que este estudo se traduziu numa primeira tentativa exploratória da análise da relação em estudo. Investigações futuras são necessárias para obter resultados plenamente satisfatórios. É vantajoso, neste tipo de análise, recorrer a dados em painel. A decisão de utilizar um modelo temporal prende-se com a vontade de estudar somente a economia portuguesa. Por fim, a dificuldade em obter dados para décadas anteriores a 1970, principalmente no que respeita a variáveis de cariz orçamental, enfraquece a robustez dos resultados por implicar amostras com um número reduzido de observações.

Investigações futuras poderão debruçar-se sobre a identificação dos canais de transmissão dos efeitos da dívida pública no crescimento económico em Portugal. Um conhecimento mais amplo dos efeitos do endividamento público será benéfico de forma a ser possível fazer recomendações mais precisas no sentido de minimizar esses efeitos.

Se Portugal segue no caminho da redenção (Alexandre *et al.*; 2016), tem pela frente vários desafios que terá de superar. Em primeiro lugar as desigualdades sociais acentuaram-se desde o início da crise. Segundo dados do INE, 26,6% da população residente encontrava-se em risco de pobreza e exclusão social em 2015, número que tem vindo a crescer desde o início da crise. As mulheres e os jovens representam as categorias mais vulneráveis da população.

Após atingir valores extremamente elevados, a taxa de desemprego tem vindo a decrescer nos últimos anos. A principal preocupação está relacionada com o desemprego de longa duração e com o desemprego jovem. Em 2015 o desemprego de longa duração representou 56,4%⁵ do desemprego total e, nesse ano, 31,8%⁶ da categoria 15-24 anos encontrava-se desempregada. Assim é necessário levar a cabo um conjunto de medidas que combatam esta realidade do mercado de trabalho em Portugal.

Finalmente, devem ser postas em prática medidas que visem o estímulo ao investimento em Portugal. Segundo dados da Comissão Europeia verificou-se uma queda, em termos reais, de 41% no investimento entre, 2005-2007 e 2012-2014. Os Fundos

⁵ OCDE.

⁶ OCDE.

Estruturais e os Fundos de Coesão da União Europeia têm mitigado esta realidade. Porém, é ainda necessário orientar estes fluxos financeiros para setores produtivos da economia de forma a fazer um uso mais eficiente dos mesmos.

Bibliografia

- Afonso, António (2013) “Anatomy of a fiscal débacle: the case of Portugal”. *Department of Economics, ISEG-UTL*, WP 01/2013/DE/UECE. Lisboa.
- Afonso, António; Tovar, João J. (2011) “Growth and Productivity: the role of the Government Debt”. *Department of Economics, ISEG-UTL*, WP 13/2011/DE/UECE. Lisboa.
- Afonso, António; Claes, Peter (2008) “The dynamic behaviour of budget components and output”. *Economic Modelling*, No. 23, pp 93-117.
- Alexandre, Fernando; Bação, Pedro; Aguiar-Conraria; Portela, Miguel (2011) “A Poupança em Portugal”. *NIPE Working Paper Series*, WP 29/ 2011. Minho.
- Alexandre, Fernando; Bação, Pedro (2014) “A história de uma economia desequilibrada” in *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*. Coimbra: Conjuntura Atual Editora.
- Alexandre, Fernando; Aguiar-Conraria, L; Bação, P. (2016) *Crise e Castigo*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Amador, João; Cabral, S; Maria, R. (2007) “International Trade Patterns over the Last Four Decades: How does Portugal Compare with other Cohesion Countries?,” MPRA Paper 5996, University Library of Munich, Germany.
- Amador, João; Cabral, Manuel C (2014) “A economia portuguesa no contexto global” in *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*. Coimbra: Conjuntura Atual Editora.
- Amaral, João F. (2006) “O Impacto Económico da Integração de Portugal na Europa”. *Nação e Defesa*, Outono-Inverno 2006, No. 115, Série, pp. 113-128.
- Andrade, João S. (2014) “A Crise Portuguesa é Anterior à Crise Internacional”. *Estudos do GEMF* 02. Coimbra.
- Andrade, João S; Duarte, Adelaide (2011) “The Fundamentals of the Portuguese Crisis”. *Panoeconomicus*, Vol. 2, pp. 195-218.
- Bação, Pedro; Duarte, António P. “Accession to the European Union, Interest Rates and Indebtedness: Grece and Portugal”. *Estudos do GEMF*, 04. Coimbra.

- Blanchard, Olivier (2007) “Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal”. *Portuguese Economic Journal*, Vol. 6, No. 1, pp. 1-21.
- Buchanan, James M. (1958) *Public Principles of the Public Debt*. Illinois. *Homewood*.
- Checherita, Cristina e Rother, Philipp (2010) “The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area”. *European Economic Review*, Vol. 56, No. 7, pp. 1392-1405.
- Cochrane, John H (2011) “Inflation and Debt”. *National Affairs*, Fall 2011, No. 9, pp. 56-78.
- Duarte, António P. (2009) “The Portuguese Desinflation Process: Analysis of Some Costs and Benefits”. *Transition Studies Review*, Springer, Vol. 16, No. 1, pp. 157-173.
- Duarte, António P; Bação, Pedro (2014) “Taxas de inflação, de juro e de câmbio e o processo de convergência nominal” in *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*. Coimbra. Conjuntura Atual Editora.
- Elmendorf, Douglas W; Mankiw, N. Gregory (1998) “Government Debt”. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 6470. Cambridge.
- Ferraz, Ricardo; Duarte, António P. (2015) “Economic Growth and Public Indebtedness in the Last Four Decades: Is Portugal different from the other PIIGS’ economies?”. *Nase Gospodarstvo Our Economy*, Vol. 61, No. 6, pp. 3-11.
- Fernandes, C.; Duarte, António. P; Simões, Marta (2015), “The Dynamics of Portuguese Households’ Indebtedness after Accession to the EU”. In Xavier Richet, Hasan Hanić and Zoran Grubisić (eds.), *New Economic Policy Reforms*, Belgrade Banking Academy, Belgrade, Serbia, pp. 359-76.
- Herndon, Thomas; Ash Michael; Pollin Robert (2013) “Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff” *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 38, No. 2, pp. 257-279.
- Levine, Ross; Robert G. King (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp 717-737.
- Levine, Ross; Zervos, Sara (1993), “Stock Markets, Banks and Economic Growth”. *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp 537-558.

- Lucas, Robert Jr E. (1988) “On the Mechanics of Economic Development”. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, pp. 3-42.
- Mamede, Ricardo P; Freitas Miguel L. (2008). "Structural Transformation of Portuguese Exports and the role of Foreign Direct Investment: some descriptive analysis for the period 1990-2005". GEE Papers, Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério e de Economia e Inovação.
- Mateus, Augusto (2013). *25 anos de Portugal europeu: A economia, a sociedade e os fundos estruturais*. Lisboa. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Meede, James E. (1958), “Is the National Debt a Burden?” *Oxford Economic Papers*, Vol. 10. No. 2, pp. 163-83
- Modigliani, Franco (1961), “Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt” *Economic Journal*, Vol. 71, No. 284, pp. 730-755.
- Musgrave, Richard A. (1959). “The Theory of Public Finance”. *The Economic Journal*. Vol. 69, No. 276 (Dec., 1959), pp. 766-770
- O’Mahony, Mary; Marcel P. Timmer (2009), “Output, Input and Productivity Measures at the Industry Level: the EU KLEMS Database”, *Economic Journal*, Vol. 119, No. 538, pp. 374-403.
- Pereira, Paulo T; Wemans, Laura (2012) “Portugal and the Global Financial Crises – short-sighted politics, deteriorating public finances and the bailout imperative”. *Department of Economics*, WP 26/2012/DE/UECE. Lisboa.
- Pinho, Paulo S. (1999) “Reprivatizações e eficiências no sistema bancário português”. in *Privatizações e Regulação – a experiência portuguesa*. Lisboa. Ministério das Finanças.
- Reinhart, Carmen M e Rogoff, Kenneth S (2010) “Growth in a Time of Debt”. *National Bureau of Economics Research Working Paper 15639*. Cambridge
- Robinson, Joan (1952) *The Generalization of the General Theory. In: the Rate of Interest and Other Essays*, MacMillan, London
- Reis, Ricardo (2013) “The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis”. *Brookings Papers on Economic Activity*, Cambridge, Vol. 48, pp. 143-193.

Simões, Marta; Andrade, João S; Duarte, Adelaide (2014) “Crescimento e Convergência” in A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010. Coimbra. Conjuntura Atual Editora.

Schumpeter, Joseph A (1911) *The Theory of Economic Development: An Inquiry Into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, Harvard University Press.

Vitorino, António (2012) “O que a crise esconde?”. *Relações Internacionais*, No. 33, pp. 005-014.

Anexos

Anexo de Quadros

A.1: Descrição das variáveis utilizadas na secção 3

<i>Variável</i>	<i>Descrição</i>	<i>Fonte</i>
<i>tc</i>	Taxa de crescimento do PIB <i>per capita</i>	AMECO
<i>gov_debt</i>	<i>General Government Consolidated Gross Debt</i> em % do PIB	AMECO
<i>pop_g</i>	Taxa de crescimento da população residente	AMECO
<i>gfcf_total</i>	<i>Gross Fixed Capital Formation</i> em % do PIB, total da economia	AMECO
<i>gfcf_gov</i>	<i>Gross Fixed Capital Formation</i> em % do PIB, setor público	AMECO
<i>gfcf_priv</i>	<i>Gross Fixed Capital Formation</i> em % do PIB, setor privado	AMECO
<i>LT_real_i</i>	Taxa de juro real das obrigações soberanas de Portugal a 10 anos, calculado com base no deflator do PIB	AMECO
<i>openness</i>	Grau de abertura da economia portuguesa, soma das exportações e das importações de bens e serviços em % do PIB	AMECO
<i>gov_rev_ca</i>	Receitas do Governo ciclicamente ajustadas, % do PIB a preços de mercado	AMECO
<i>gov_cab</i>	Balança do Governo ciclicamente ajustada, % do PIB a preços de mercado	AMECO
<i>saving_pub</i>	Poupança do setor público, % do PIB a preços de mercado	Banco de Portugal
<i>saving_priv</i>	Poupança do setor privado, % do PIB a preços de mercado	Banco de Portugal
<i>credit_priv</i>	Crédito concedido ao setor privado em % do PIB a preços de mercado	Banco de Portugal

A.2a: Estimação da Equação (2B) através do Método dos Mínimo Quadrados Ordinários (OLS) utilizando a razão crédito setor privado/PIB no conjunto das variáveis explicativas

Variável dependente: tc

<i>Variáveis</i>	Coeficiente	Erro Padrão	Rácio-t	Valor p
<i>Explicativas</i>				
<i>const</i>	0,150889	0,116665	1,293	0,2073
<i>gov_debt</i>	0,00393291	0,00193783	2,030	0,0528*
<i>sq_gov_debt</i>	0,00393291	9,10531e-06	-1,688	0,1033
<i>credit_priv</i>	-0,000531199	0,000262105	-2,027	0,0531*
<i>gov_rev_ca</i>	-0,00764018	0,00304716	-2,507	0,0187**
<i>gov_cab</i>	0,00349946	0,00282086	1,241	0,2258
<i>l_GDP_pc</i>	0,0506350	0,0574860	0,8808	0,3865
<i>Pop_g</i>	0,00324034	0,0216390	0,1497	0,8821
<i>saving_pub</i>	0,00365938	0,00305427	1,198	0,2417
<i>saving_priv</i>	-0,000414869	0,00175952	-0,2358	0,8154
<i>openness</i>	-0,00116057	0,000922370	-1,258	0,2195
<i>LT_real_i</i>	-0,000444309	0,00102181	-0,4348	0,6673

R-quadrado: 0,604155; R-quadrado ajustado: 0,436682

Durbin-Watson: 1,677192; Valor p para o teste de Breusch-Godfrey: 0,253

Valor p para o teste de White: 0,161884; Valor p para o teste de Breusch-Pagan: 0,171005

Nota: *, ** e *** representam a significância estatística dos regressores a 10%, 5% e 1% de nível de significância respectivamente.

A.2b: Estimação da Equação (2B) através do Método dos Mínimo Quadrados Ordinários (OLS) com as variáveis gov_debt e sq_gov_debt desfasadas um período

Variável dependente: tc

<i>Variáveis</i>	Coeficiente	Erro Padrão	Rácio-t	Valor p
<i>Explicativas</i>				
<i>const</i>	0,204071	0,121098	1,685	-0,4734
<i>gov_debt_1</i>	0,00279178	0,00184217	1,515	0,1413
<i>sq_gov_debt_1</i>	-1,23860e-05	8,63039e-06	-1,435	0,1627
<i>gov_rev_ca</i>	-0,00587168	0,00306745	-1,914	0,0662*
<i>gov_cab</i>	0,00151688	0,00288762	0,5253	0,6037
<i>l_GDP_pc</i>	0,00655126	0,0520619	0,1258	0,9008
<i>Pop_g</i>	-0,0188984	0,0198871	-0,9503	0,3504
<i>saving_pub</i>	0,00450102	0,00263960	1,705	0,0996*
<i>saving_priv</i>	0,000594120	0,00155939	0,3810	0,7062
<i>openness</i>	-0,00145864	0,00105241	-1,386	0,1771
<i>LT_real_i</i>	-0,000527988	0,00111539	-0,4734	0,6398

R-quadrado: 0,529381; R-quadrado ajustado: 0,355078

Durbin-Watson: 1,653547; Valor p para o de Teste de Breush-Godfrey: 0,168

Valor p para o Teste de White: 0,095252; Valor p para o Teste de Breusch-Pagan: 0,879998

Nota: *, ** e *** representam a significância estatística dos regressores a 10%, 5% e 1% de nível de significância respetivamente.

Anexo de Figuras

A.1: Representação Gráfica das Variáveis Utilizadas na Estimação da Equação (2B)

