

# MERECER O FUTURO? E AGORA, PORTUGAL?

## 5.ª Conferência do Funchal

9 e 10 de Novembro de 2012

**A Economia Portuguesa e a Crise Europeia.  
Como chegámos até  
aqui?**

9 de Novembro de 2012\*

Ricardo Cabral

Universidade da Madeira

rcabral@uma.pt

Tel: 291 705 049

Image from Google Maps. © 2012 NASA, Terrametrics

\* Versão com revisões de 13 de Novembro de 2012

# Conteúdo

- Questão Prévia
  - O que se entende por “viver acima das possibilidades”
  - É um erro “viver acima das possibilidades”? A dialéctica de uma vida acima das possibilidades
  - O que é que uma “vida acima das possibilidades” tem a ver com o défice e a dívida pública?
- Indicadores da História Macroeconómica de Portugal
  - AE: Antes do euro
  - DE: Depois do euro
- Compreender a crise do euro e a crise do país
  - Origens: O papel das instituições de governo europeias
  - A resposta à crise
  - Resultados
- Conclusões



The background of the slide is a topographical map of the Atlantic Ocean and surrounding landmasses. The ocean is depicted in shades of blue, with darker tones indicating deeper waters. The continents of North and South America are visible on the left, while Europe and Africa are on the right. The text "Questão Prévia" is centered over the ocean.

Questão Prévia

# “Viver acima das possibilidades”

- Conceito importante, intuitivo
- Conotação negativa
- A fábula da cigarra e da formiga
- *Vox populi*: as famílias que sistematicamente vivem acima das suas possibilidades empobrecem
- Mas a realidade individual (microeconómica) difere da realidade colectiva (macroeconómica)
  - Analogia:
    - Os nossos sentidos sugerem-nos que o Sol gira à volta da Terra, mas na realidade é o oposto

# Definição: “Viver acima das possibilidades”

- País:
  - *Vox populi*: “consumir mais do que se produz”
  - Mas há aqui muita imprecisão
    - O País sempre consumiu menos do que produziu: Desde 1995, em média, o consumo representa 84,5% da produção
  - Se pensarmos em termos macroeconómicos (nomenclatura das contas nacionais) a interpretação mais consentânea com a *Vox populi* parece ser:
    - Importações excedem exportações
    - Mas isso significa que a procura interna (PI) é superior ao PIB, i.e.,
    - Que o consumo privado e público mais investimento privado e público excede o PIB num montante que é igual à diferença entre importações e exportações

$$C + I = PIB + (Imp - Exp)$$

- Ou seja, uma definição mais precisa da frase “viver acima das possibilidades” seria “consumir e investir mais do que se produz”

**Ora o investimento, assim como alguma da despesa em consumo, pode permitir aumentar a produção no futuro, logo pode permitir ao país passar no futuro a “viver abaixo das suas possibilidades”**



# Definição: “Viver acima das possibilidades”

- País:

- Em 2012, espera-se que Portugal, pela primeira vez em 69 anos, registre um excedente comercial, ou seja procura interna inferior ao PIB.
- Portanto, segundo a definição avançada acima, Portugal passaria a “viver abaixo das possibilidades”
- Mas essa definição não parece ser suficientemente precisa porque não entra em linha de conta com os fluxos financeiros associados ao balanço financeiro do país, i.e., à riqueza e à dívida do país
  - Em 2011, o défice da balança de rendimentos, que resulta de juros e dividendos pagos sobre o elevado passivo externo líquido do país, foi de 5% do PIB
- Para passar a viver abaixo das suas possibilidades a diferença entre exportações e importações teria de ser superior ao défice da balança de rendimentos
  - Ou seja, a procura interna teria de passar a ser inferior ao PIB menos o défice da balança de rendimentos

$$PI \leq PNB = 95\% \text{ do PIB}$$

# Definição: “Viver acima das possibilidades”

- País:
  - E se quiséssemos ser ainda mais precisos teríamos de considerar transferências correntes (e.g., remessas de emigrantes), variações do valor dos activos e passivos financeiros do país e outros factores
  - E considerar como enquadrar o refinanciamento do stock de dívida externa do país
  - Ou seja, é na prática difícil definir com rigor o conceito “viver acima das possibilidades”
  - A definição que parece ser mais apropriada é que um país que “vive acima das suas possibilidades” tem de recorrer a empréstimos externos, i.e., tem de recorrer à poupança realizada por não residentes

**Ou em terminologia macroeconómica (fluxos), tem necessidades líquidas de financiamento positivas**

# Viver acima das possibilidades

- Mas será que é mau para o país viver como “cigarra” (i.e., acima das possibilidades)?
- Será que todos os países devem viver como “formigas” (i.e., dentro das suas possibilidades)?
- Será que, numa perspectiva macroeconómica, o comportamento virtuoso é o da formiga e o pecaminoso o da cigarra?
- Será que é possível a um país viver como uma “cigarra” indefinidamente, ou será a vida da “cigarra” “solitária, pobre, miserável, bruta e curta” (“Leviatã” de Thomas Hobbes)?
  - É possível a um país viver acima das possibilidades durante décadas?
  - Se sim, como?
- Será que, num país, todos os agentes económicos se devem comportar como as virtuosas “formigas”?
- O que é que “vida acima das possibilidades tem a ver com o défice e a dívida pública?



# É mau para o país viver como “cigarra”?

- Não necessariamente!
- Se a poupança externa a que o país recorre for utilizada para aumentar a capacidade produtiva do país (factor capital mas também factor trabalho) e tornar o país mais competitivo, então viver acima das possibilidades pode representar o comportamento virtuoso
  - Exemplo muitas vezes apontado é o dos EUA nos séculos XVIII e XIX
  - Mas juro composto quase sempre apanha as “cigarras”, por mais virtuosas que estas sejam, investindo no seu capital físico e humano
  - Mesmo os EUA reestruturaram muita da sua dívida externa nos séculos XVIII e XIX (por exemplo, com as bolhas especulativas na construção de linhas caminhos de ferro, etc)
- Contudo, países que acumulam dívida externa têm tendência a viver também crises periódicas de balança de pagamentos, com episódios de reestruturação da dívida externa, desvalorização cambial abrupta e caótica e com ataques especulativos acompanhados de fugas de capitais

# Será que todos os países devem viver como “formigas”?

- É matematicamente impossível todos os países viverem abaixo das suas possibilidades
- Ou todos os países vivem exactamente ao nível das suas possibilidades, ou para um país viver abaixo das suas possibilidades, i.e., poupar, então pelo menos um outro país tem de viver acima das possibilidades, i.e., pedir emprestado
  - Se isso não acontecesse o paradoxo da poupança actuarial e o PIB desceria nos países “formiga”
  - Se todos os países tentarem seguir tal estratégia mercantilista reduzem a procura agregada conduzindo a recessão económica
- Ou seja, em macroeconomia, mas também em termos microeconómicos, só podem existir “formigas” se também existirem “cigarras”
- Analogia:
  - Condução automóvel: por definição é impossível conduzirmos todos acima da média. Para alguém conduzir acima da média, pelo menos uma outra pessoa tem de conduzir abaixo da média
- Se certos países, por razões políticas e considerações geo-estratégicas adoptam políticas mercantilistas tendo em vista a obtenção de excedentes externos sistemáticos então, por definição, outros países passam a ter de viver acima das possibilidades

# É possível a um país viver como “cigarra” indefinidamente?

- Portugal, historicamente, sempre “viveu acima das possibilidades”, no sentido mais corrente, i.e., importava mais bens do que exportava
  - De acordo com as Estatísticas Históricas do INE, com as séries longas do Banco de Portugal, e com as Contas Nacionais Trimestrais do INE, em 236 anos de História Portugal teve excedentes na balança de bens em somente ...  
7 anos
  - Últimos excedentes em 1941-43, devido às exportações de volfrâmio para a Alemanha nazi
  - Isto apesar de ter moeda própria na maior parte deste período – *não se pode atribuir ao euro esse “estilo de vida”*
  - Existem indicações que tais défices se registaram também antes de 1776
- O país ainda (sobre)vive após muito mais de 200 anos de défices da balança comercial e de “vida acima das possibilidades”
- Portanto, o exemplo de Portugal parece demonstrar que é possível viver sistematicamente acima das possibilidades



# O que é que “vida acima das possibilidades” tem a ver com o défice e a dívida pública?

- Vimos que “vida acima das possibilidades” significa que o país pede emprestado ao estrangeiro, i.e., as necessidades líquidas de financiamento (NLF) do país são positivas
  - Por um lado, ao pedir-se emprestado ao estrangeiro acumula-se dívida externa
    - Uma parte significativa dessa dívida externa tende a ser dívida pública pois é a que, na perspectiva dos credores, apresenta menor risco
  - Por outro lado, a NLF do país é igual à soma da NLF do sector público e privado
    - $NLF \text{ do sector público} = \text{Défice público}$
- Ou seja, um país que sistematicamente “viva acima das possibilidades” tem tendência a registar défices públicos sistemáticos
- Acresce que um país com elevada dívida externa tenderá também a “viver acima das possibilidades” e, portanto, a registar défices públicos sistemáticos
  - A despesa com juros contribui para fazer o país “viver acima das possibilidades”

# Desequilíbrios das contas públicas são sintoma e consequência dos desequilíbrios externos\*

- A identidade contabilística da balança de pagamentos indica-nos que

$$\text{NLF (pub+priv)} \approx \text{défice balança (comercial+rendimentos)+ Outros}$$

- Esta identidade contabilística deve ser interpretada como uma equação matemática do género

$$3+1=2+2$$

- Ou seja, o défice do sector público (3) mais as necessidades líquidas de financiamento do sector privado (1) dependem fundamentalmente do défice da balança comercial (2) e do défice da balança de rendimentos (2)
- Significa que não é possível reduzir o défice público de forma sustentável se não for possível reduzir os termos do lado da direita (défice da balança comercial e de rendimentos)

(\* Note-se que a causalidade ocorre nos dois sentidos. Contudo, no contexto actual, desequilíbrios externos elevados causam défices públicos elevados). Fonte: Cabral (2011, 2012) .

A background image showing a map of the Atlantic Ocean and the western coast of Europe. The ocean is a deep blue, and the landmasses are in shades of green and brown, indicating topography. The title is centered over the ocean.

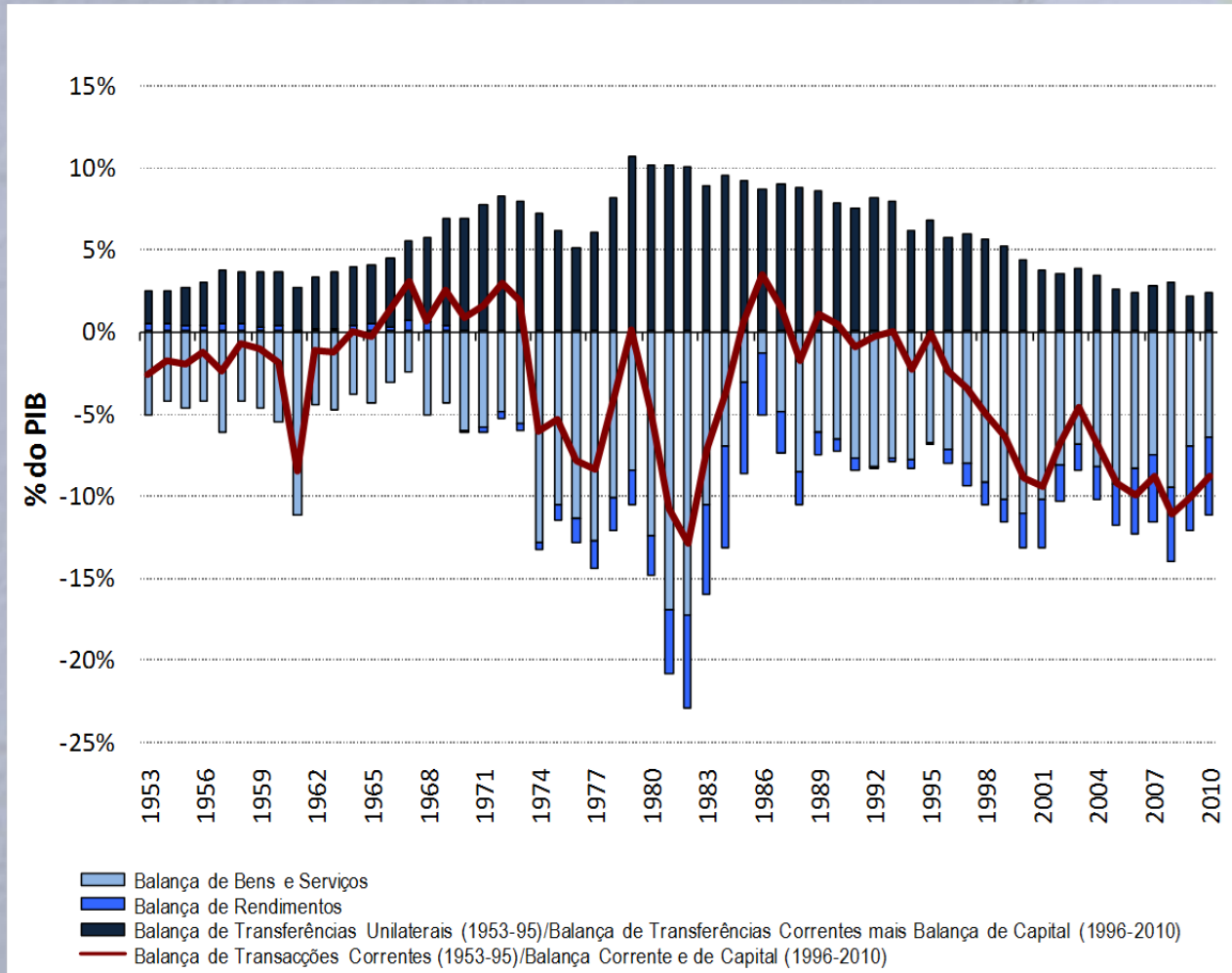
# Indicadores da História Macroeconómica de Portugal





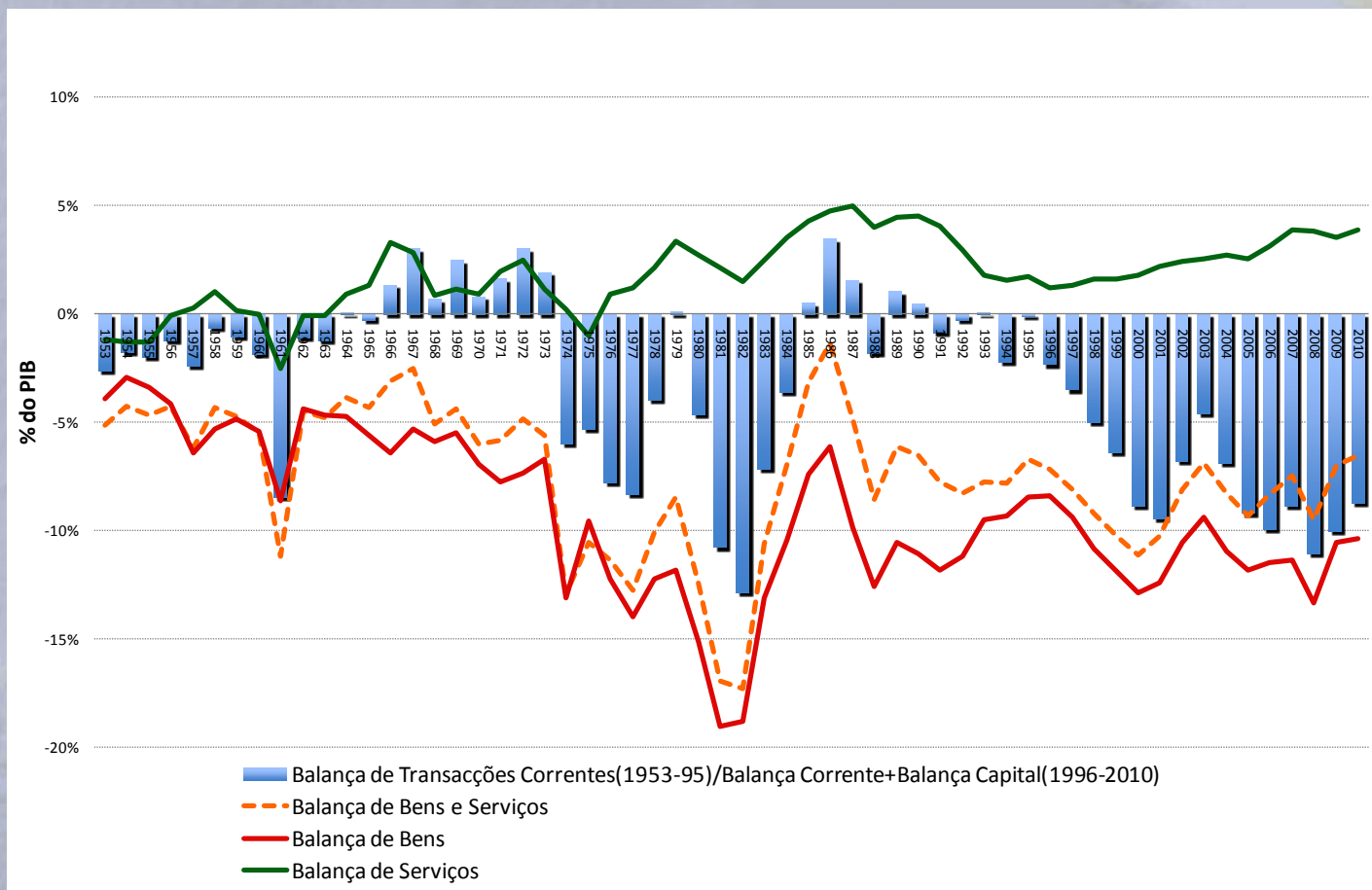
AE: **Antes do euro**

# O país desde há décadas que “vive acima das suas possibilidades”



Séries longas do BdP indicam que o país, desde 1953, sempre registou défices da balança comercial. Diferença desde 1995 está nos défices da balança de rendimentos e na balança de transferências correntes.

# O principal problema da economia portuguesa foi sempre o défice da balança de bens



*Balanças de Bens e Serviços, Corrente e de Capital 1953-2010 (Fonte: Séries Longas para a Economia Portuguesa e Relatórios Anuais, BdP)*



# Antes do euro, o país também “vivia acima das possibilidades”

- Os défices comerciais contudo, só ocasionalmente resultavam em crises de balança de pagamentos (1977, 1983-84) porque:
  - Emigração em massa durante a ditadura de Salazar, assegurava balança de transferências unilaterais fortemente positiva, que permitia financiar défices da balança comercial
  - Entre 1977 e 1995, remessas de emigrantes, transferências da UE e desvalorização cambial permitiam manter as necessidades líquidas de financiamento da economia sob controle. A desvalorização cambial tinha:
    - Efeito directo na balança comercial no curto prazo: aumento das exportações e diminuição das importações
    - Efeito no balanço financeiro: desvalorização dos passivos do país e por conseguinte dos juros/dividendos que o país pagava ao estrangeiro
    - Ou seja, assegurava défices mais baixos da balança comercial e da balança de rendimentos

# Padrão histórico da economia do país

- O relato que nos chega de séculos anteriores\*, em particular, do último episódio de bancarrota do país em 1892 – é similar:
  - O país registou défices comerciais crónicos
  - Financiados por remessas de emigrantes
  - Remessas de ouro do Brasil (diferença em relação ao passado)
  - O país privatizou o monopólio dos tabacos a empresas estrangeiras
  - O governo cortou o salário dos funcionários públicos e aumentou os impostos
  - Dois ministros da fazenda, Dias Ferreira e Oliveira Martins, reestruturaram a dívida

\* V., nomeadamente, obras de Pedro Lains e de Jorge Nascimento Rodrigues



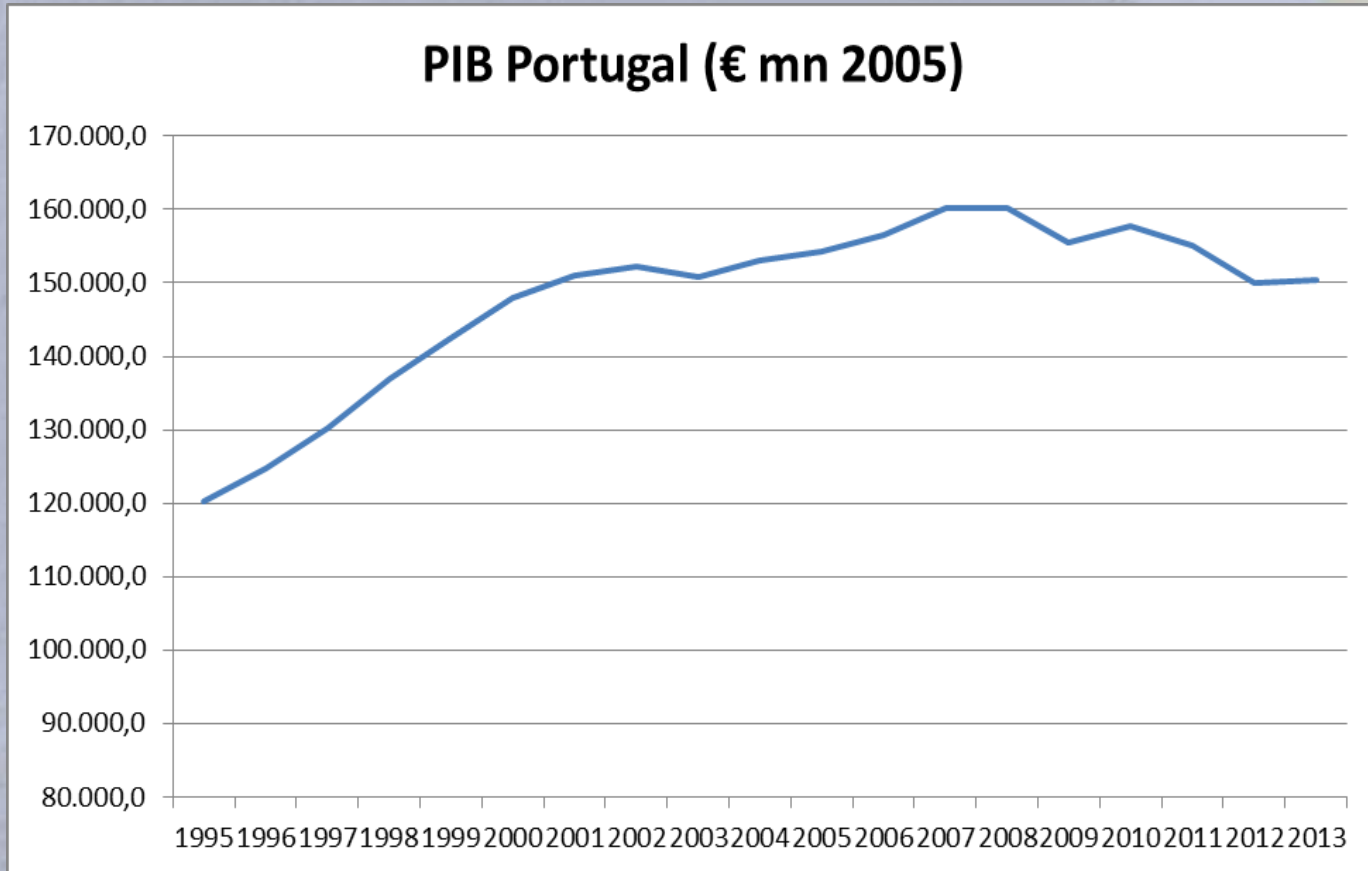
DE: Depois do euro



# Muitos apontam para o euro como causa da crise

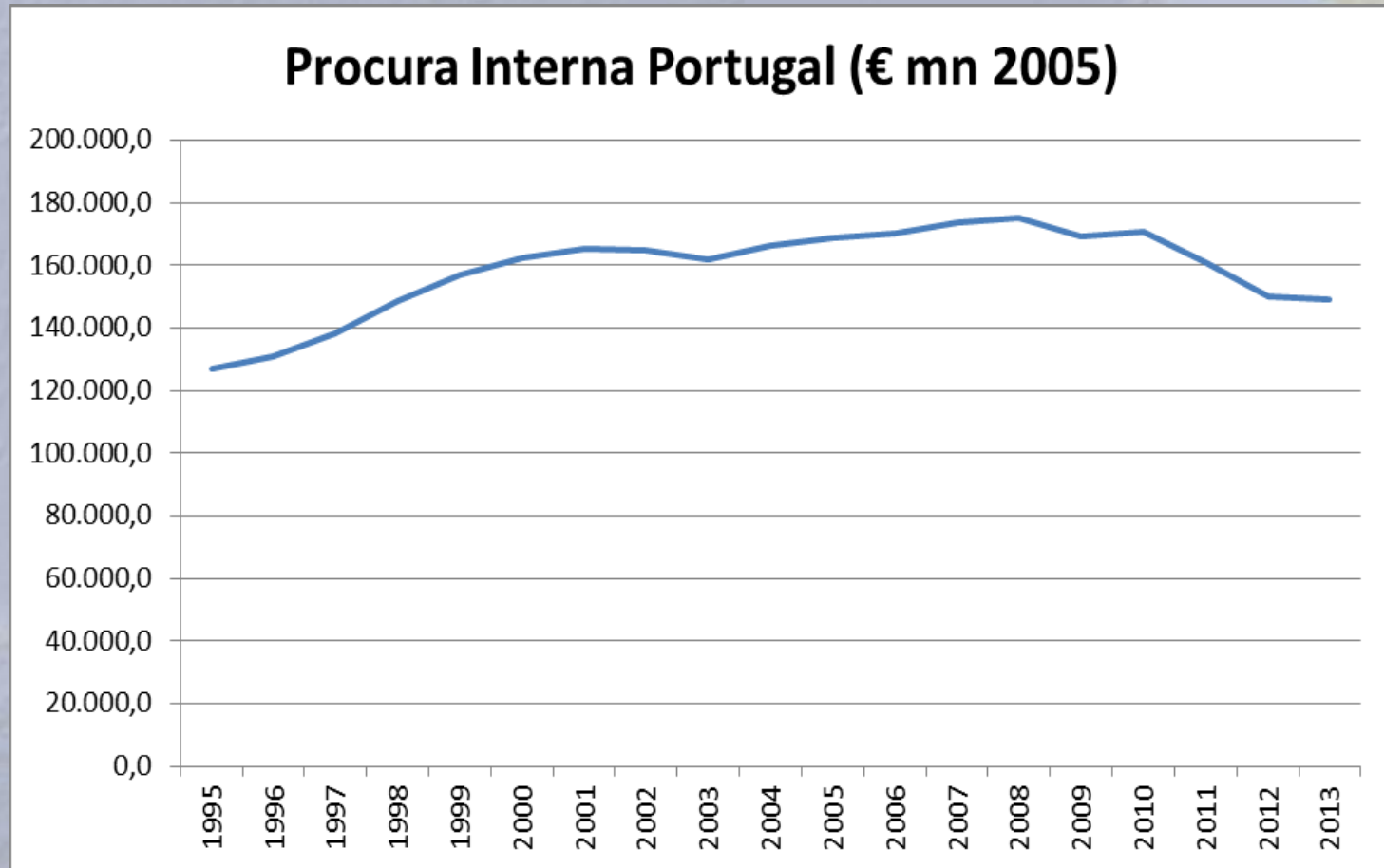
- O euro teria tornado as exportações de bens transaccionáveis internacionalmente pouco competitivas
- O país regista elevados défices da balança corrente entre 1995 e 2011, ou seja viveu acima das suas possibilidades
- Contudo, os dados indicam que o défice comercial médio entre 1995 e 2010 pouco difere do défice comercial médio entre 1977 e 1994.
- Embora, o euro tenha contribuído para enviesamento da estrutura produtiva para os bens não transaccionáveis com impacto desfavorável no crescimento económico (v. J.F. Amaral, 2012, Diário Económico)

# Baixas taxas de crescimento económico



Fonte: INE, Contas Nacionais

# Baixas taxas de crescimento económico

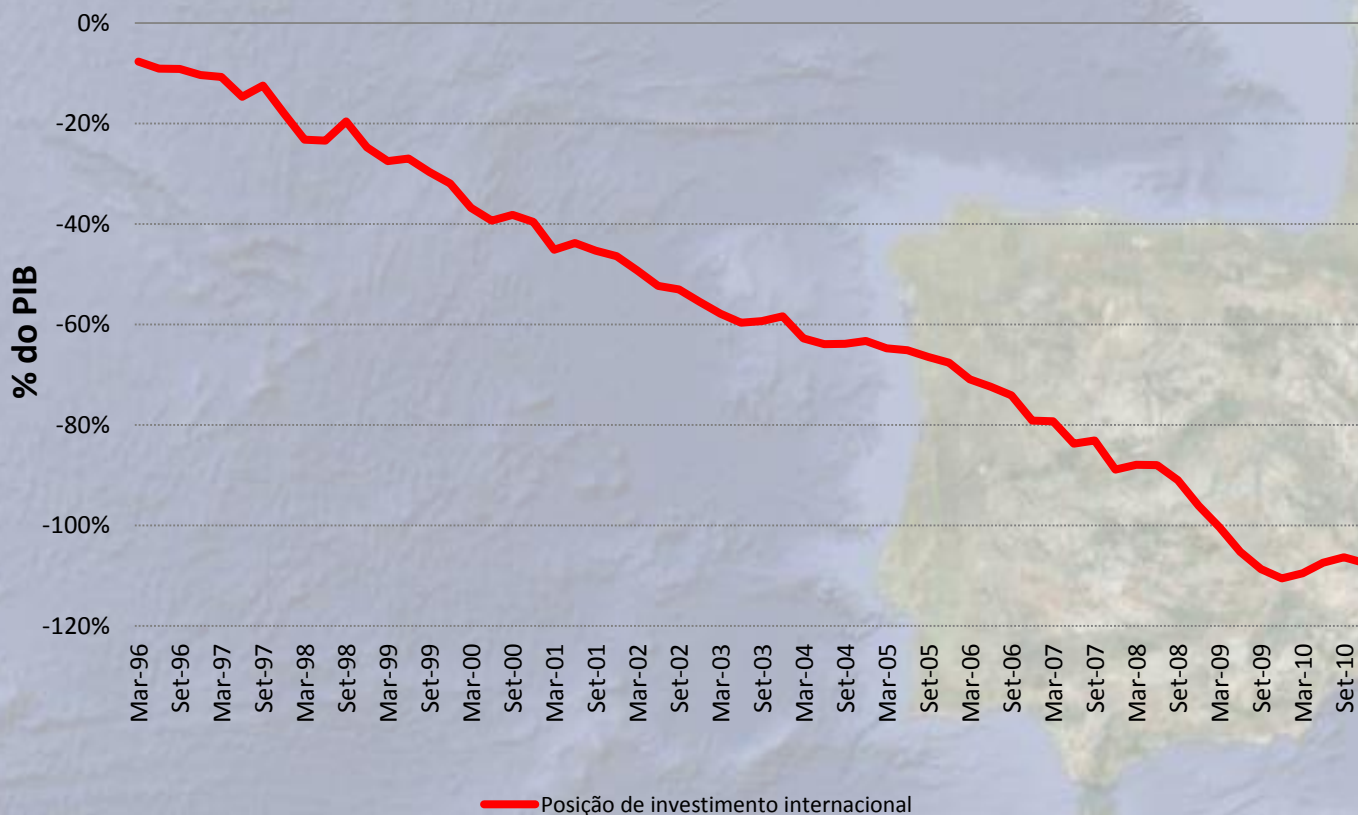


Fonte: INE, Contas Nacionais

Procura interna mais importante que o PIB



# A partir de meados da década de 1990 ocorre uma alteração



*Posição de Investimento Internacional líquida de Portugal (Fonte: Séries cronológicas do BdP)*

O passivo externo líquido do país começa a crescer até chegar a valores próximos de 120% do PIB

# O principal problema da economia portuguesa foi sempre o défice da balança de bens

		Importações acumuladas	Exportações acumuladas	Exportações líquidas acumuladas
		(mil milhões de euros)		
	<b>TOTAL</b>	<b>707.4</b>	<b>443.4</b>	<b>-264.1</b>
14	– MÁQUINAS, APARELHOS	145.1	81.9	-63.1
15	– VEÍCULOS,	100.2	61.8	-38.4
3	– COMBUSTÍVEIS	80.0	16.3	-63.8
1	– AGRÍCOLAS	62.1	17.3	-44.9
4	– QUÍMICOS	61.1	19.2	-41.9
13	– METAIS COMUNS	57.5	29.9	-27.6
5	– PLÁSTICOS, BORRACHA	33.3	21.3	-11.9
9	– MATÉRIAS TÊXTEIS	29.4	25.0	-4.4
2	– ALIMENTARES	26.7	19.9	-6.8
17	– OUTROS PRODUTOS	23.0	19.0	-4.0
10	– VESTUÁRIO	19.1	42.3	23.3
8	– P.CELULÓSICAS, PAPEL	17.7	19.9	2.2
16	– ÓPTICA E PRECISÃO	15.9	4.3	-11.6
12	– MINERAIS, MINÉRIOS	11.9	22.0	10.1
7	– MADEIRA, CORTIÇA	9.8	19.5	9.7
6	– PELES, COUROS	8.3	1.5	-6.8
11	– CALÇADO	6.2	22.3	16.0

*Valor acumulado das importações, exportações e exportações líquidas de bens entre 1996 e 2010 por categoria de produto agregada classificação NC (Fonte: INE, Comércio Internacional).*

# A crise de balança de pagamentos e de dívida externa de 2010-2012

- A paridade para o euro foi fixada a 31.12.1998
- No final de 2012, 14 anos depois, o país (e outros países membros da zona euro) registam níveis de dívida externa sem precedentes em tempos de paz
- Os precedentes históricos sugerem que a dívida externa irá ser reestruturada



# A crise de balança de pagamentos e de dívida externa de 2010-2012

Net external debt (% of GDP)							
	1998	1999	...	2008	2009	2010	2011
Euro area		-1,5		13,0	10,5	8,4	7,5
Germany				-3,9	-11,4	-10,9	-8,1
Ireland				67,7	90,7	88,9	116,3
Greece				75,4	86,4	98,6	92,3
Spain				75,7	87,2	90,5	91,9
Italy	15,3	12,9		37,5	40,8	45,5	42,4
Portugal		9,1		70,7	78,6	75,2	73,7

Banking sector net external debt, excl. FDI (€ bn)							
	1998	1999	...	2008	2009	2010	2011
Euro area		777,0		456,0	524,1	704,6	547,0
Germany	162,6			-468,0	-425,7	-145,5	-121,1
Ireland				93,2	47,0	-36,5	-18,0
Greece		-4,7		-13,9	-43,1	-1,3	-7,1
Spain	61,9	88,2		424,5	445,2	462,3	417,1
Italy	59,3	72,3		335,8	321,1	341,6	251,3
Portugal	7,9	17,1		81,3	82,5	62,3	43,1

Net external debt (€ bn)							
	1998	1999	...	2008	2009	2010	2011
Euro area		-92,3		1187,7	936,0	769,4	702,4
Germany				-97,6	-270,2	-272,4	-209,8
Ireland				121,9	145,7	138,6	181,9
Greece				175,6	200,2	224,1	198,6
Spain				823,1	914,1	949,1	976,8
Italy	167,9	146,0		590,5	620,4	707,3	670,3
Portugal		10,8		121,5	132,5	129,8	125,9

National Central Bank net external debt, excl. reserves (€ bn)							
	1998	1999	...	2008	2009	2010	2011
Euro area		35,4				179,4	299,9
Germany	15,1			-101,4	-188,6	-348,0	-483,5
Ireland				24,3	38,7	129,3	102,7
Greece		-8,8		22,9	32,4	70,3	89,5
Spain	-0,4	-36,4		-35,7	-24,6	-6,4	117,2
Italy	-0,8	4,6		-54,3	-95,3	-67,6	117,9
Portugal	-4,2	-4,8		3,8	7,3	40,0	41,5

Source: Author's approximate estimates based on International Investment Position statistics from Eurostat, CSO-Ireland, and Banca d'Italia. They include FDI, exclude financial derivatives and equity. However, due to lack of detail in data series, equity (other assets) in the Other Investment category is included. Ireland's estimates exclude its International Financial Service Center, financial derivatives, and all equity.

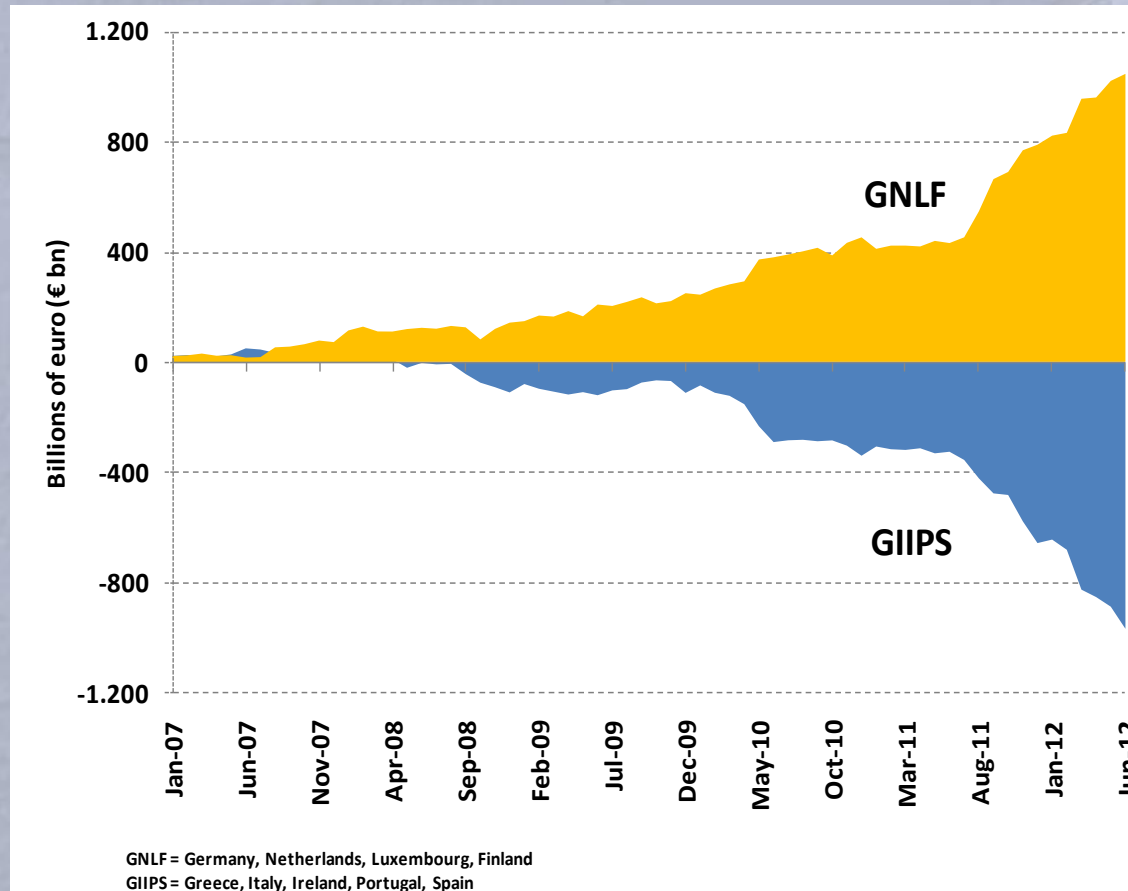
Total, Banking, and Central Bank net external debt (-/+ for net debtor/creditor)  
 Fonte: Cabral (2012)

# Os precedentes sugerem que a dívida irá ser reestruturada

Debt at time of adverse credit event			Average government debt to GDP (%)					
Initial year of event (a)	Gross external debt to GNP ratio in initial year (%) (b)	Early 1980s			Late 1990s			Total
		Domestic	External	Total	Domestic	External	Total	
Argentina	1982	55,1	13,2	38,4	51,6	15,4	36,4	51,8
	2001	53,3						
Brazil	1983	50,1	15,9	31,4	47,3	35,8	18,5	54,3
Chile	1983	96,4	10,8	45,9	56,7	27,3	8,8	36,1
Colombia	1982	26,4	4,4	25,8	30,2	12,4	24,5	36,9
Mexico	1982	46,7	2,3	37,7	40,0	9,5	26,8	36,3
Venezuela	1982	48,6	11,6	38,5	50,1	7,4	32,6	40,0
Russia	1998	58,5						
Turkey	1978	21,0	12,9	28,8	41,7	24,4	36,5	60,9
India	1997	23,0	7,1	12,3	19,4	64,9	20,6	85,5
Indonesia	1997	63,2						
Korea	1997	26,6	9,4	41,9	51,3	41,6	21,1	62,7
Malaysia	1997	47,1	20,8	39,0	59,8	35,1	30,7	65,8
Philippines	1983	70,6	13,6	60,3	73,9	43,0	48,8	91,8
	1997	61,6						
Thailand	1997	72,7	6,1	25,2	31,3	34,6	41,5	76,1
<b>Average</b>		<b>51,3</b>	<b>10,7</b>	<b>35,4</b>	<b>46,1</b>	<b>29,3</b>	<b>28,9</b>	<b>58,2</b>

Sources: Most data is from Reinhart *et al* (2003). Additional data from the World Bank's 2008 World Development Indicators (wdi) database and from the Asian Development Bank's 2003 Key Indicators. Debt ratios are based on end-of-period debt stocks.

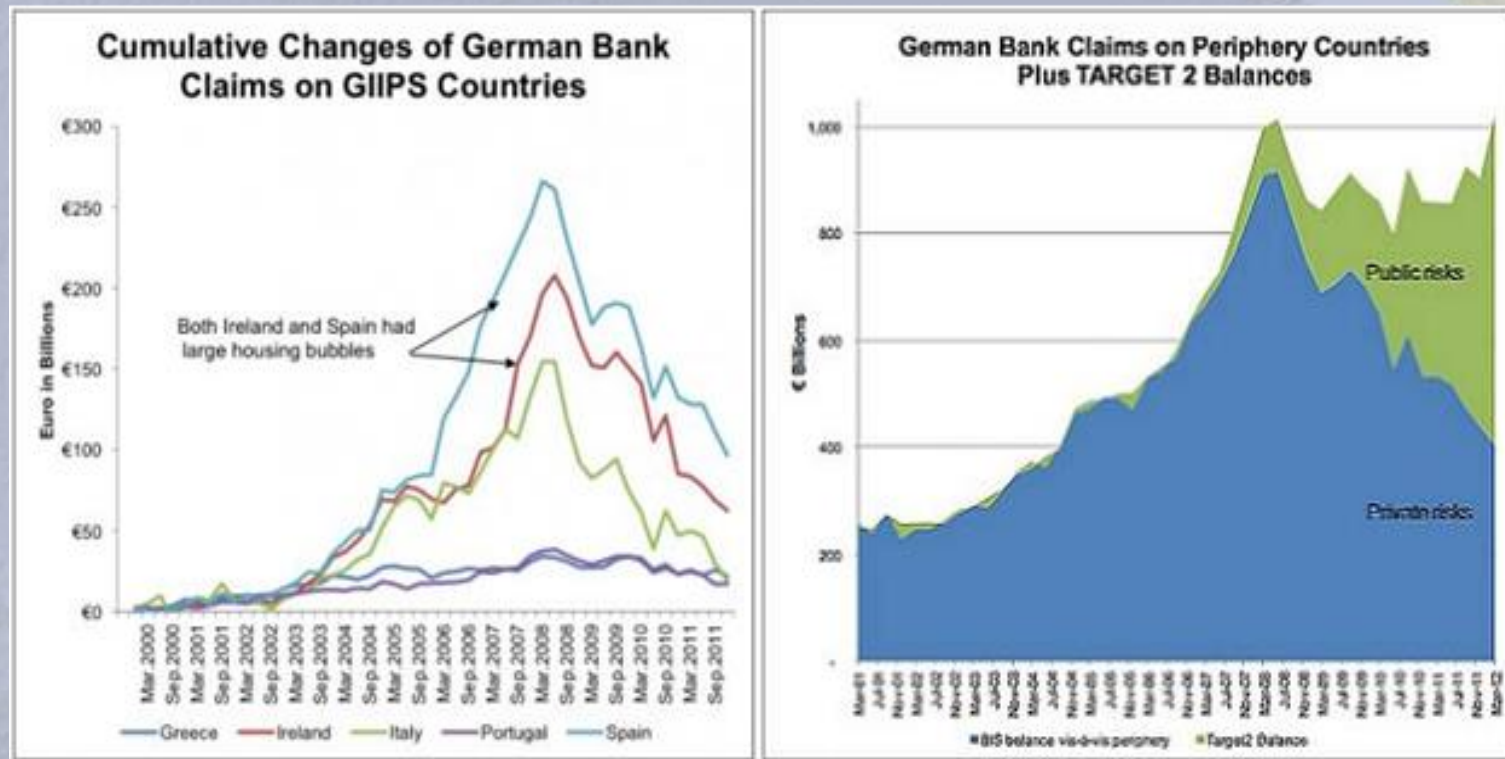
# Mercados financeiros reagem com fuga de capital



TARGET2 imbalances (Chart from Institute of Empirical Economic Research – Universität Osnabrück)  
Fonte: Cabral (2012)



# Bancos alemães financiaram e depois repatriam capital



German banks' claims on GIIPS countries (1b: marked as private risks) and Bundesbank TARGET2 claims (1b: marked as Public risks) (Charts from Carmel Asset Management).



Compreender a crise do euro



Origens



# O papel das instituições de governo europeias

- Opinião generalizada é de que:
  - A responsabilidade da crise que Portugal ( e outros países da zona euro) enfrenta é do país e dos seus governos no passado recente;
  - O país viveu “acima das suas possibilidades”
- Ao invés, na minha perspectiva, a crise tem as suas principais raízes nas estratégias de política macroeconómica da zona euro, em particular:
  - Pacto de Estabilidade e Crescimento (1997)
  - Política monetária do BCE (1998)
- E os problemas com essas políticas (macro)económicas da UE são o resultado de sérias deficiências na estrutura de governo da UE
  - Recursos insuficientes na preparação e implementação da política macroeconómica da UE
  - Extrema concentração de poder executivo em instituições e técnicos não eleitos
  - Insuficiente transparência e consulta e escrutínio público
  - Inexistência de mecanismos de avaliação e de correcção das medidas adoptadas
  - Falta de democracia: “No taxation without representation”

# Estratégias de política macroeconómica da zona euro

- Objectivos
  - Assegurar regular funcionamento das economias da zona euro no seu todo
  - Definir linhas gerais para enquadramento das políticas orçamentais dos países membros
  - Taxa de inflação baixa, moeda forte
- Palavra chave é “estabilidade”: inspirar confiança na nova moeda
  - Assegurar aos agentes económicos, famílias, empresas que o processo de transição para o euro seria seguro e estável
  - Evitar “despesismo público” e “indisciplina orçamental” (associada aos países do sul) que poderia fazer perigar o projecto do euro e resultar em taxas de inflação elevadas
- Baseada na hipótese de que bastaria estabilidade e credibilidade (acompanhadas de “reformas estruturais”) para criar as condições para crescimento económico sustentável

# Quem define a política (macro)económica da UE?

- Poucas instituições, desconhecidas da opinião pública. São elas:
  - Conselho do BCE e, dentro deste, a Comissão Executiva do BCE (6 pessoas)
  - O Conselho Europeu
  - O Eurogrupo/Ecofin
  - O Comité Económico e Financeiro da UE
    - Assessora o Conselho Europeu e o Eurogrupo/Ecofin, nomeadamente, em relação ao EDP
    - As deliberações deste Comité são confidenciais
  - A Direcção-Geral Economia e Finanças (DG-ECFIN) da Comissão Europeia, e dentro desta, o Director Geral e os seus sub-directores
    - A DG-ECFIN assegura também o trabalho de secretariado e assessoria técnica ao Comité Económico e Financeiro e ao Comité de Política Económica
  - O Comité de Política Económica da UE
    - Aparenta ter perdido relevância em detrimento do Comité Económico e Financeiro
- Excessiva concentração de poder no contexto da maior economia do mundo com 502,5 milhões de habitantes e 27 países membros
  - Decisores chave nas hierarquias dessas instituições com grande poder executivo



# Estratégias omissas em relação à balança de pagamentos

- Altos responsáveis da Comissão Europeia, BCE, Bancos Centrais Nacionais e académicos de grande reputação defendiam que com o euro a balança de pagamentos deixaria de ter relevância. Por exemplo:
  - Vítor Constâncio, no discurso de tomada de posse como Governador do Banco de Portugal, a 23 de Fevereiro 2000, afirma
    - “Sem moeda própria não voltaremos a ter problemas de balança de pagamentos iguais aos do passado. Não existe um problema monetário macroeconómico e não há que tomar medidas restritivas por causa da balança de pagamentos.”
  - Olivier Blanchard, actual Economista Chefe do FMI, juntamente com Francesco Giavazzi, Professor na Universidade de Bocconi, afirmam
    - “Because of the symmetry between current account surpluses and deficits across countries in the euro area, the European Central Bank has no reason to respond by changing monetary policy” (Blanchard and Giavazzi, 2002, p. 185-186)
- Estratégia de política monetária incentiva e permite acumular desequilíbrios externos sistemáticos, financiados e intermediados pela banca privada e pública de países credores e devedores
- Estratégia de política orçamental cria incentivos perversos com enfoque no curto prazo, ignorando sustentabilidade de longo prazo e omissa em relação à sustentabilidade macroeconómica/balança de pagamentos

# Dívida externa crescente

- As cerimónias que celebram os 10 anos do euro surpreendem por negligenciarem os riscos dos elevados desequilíbrios externos e de dívida externa crescente (Stark, 2008; DG-ECFIN, 2008; Buti e Gaspar, 2008).

# A crise do euro

- Esta não é uma crise exclusivamente portuguesa
  - Não é uma crise orçamental, é uma crise de balança de pagamentos e de dívida externa
  - Portanto, a responsabilidade pela crise não é exclusivamente portuguesa. Pelo contrário, a quota parte de responsabilidade nacional é pequena, ao contrário da percepção generalizada
- 13 dos 27 países da União Europeia apresentam dívida externa elevada
  - 7 países membros já solicitaram ajuda da UE
  - e a Espanha solicitou ajuda para a banca e está a ser pressionada para solicitar ajuda da UE
- Alguns desses países observaram o PEC criteriosamente antes da crise de 2008
  - Irlanda e Espanha
- Ou seja, a estratégia de política macroeconómica das instituições de governo da UE conduziu a zona euro à maior crise de balança de pagamentos (em tempos de paz) da história da humanidade
  - Países periféricos da zona euro “viveram acima das possibilidades” acumulando elevada dívida externa
  - Défices orçamentais elevados são sintoma desses desequilíbrios externos
  - Em Portugal, contribuiu para uma década perdida – em termos de crescimento económico e de emprego - entre 2001 e 2010





Resposta à crise

# A resposta à crise

- Estratégia (da troika) baseia-se em retracção da procura interna para obrigar a economia do país a “viver abaixo das possibilidades”
  - O ajustamento externo é enorme: De acordo com esse plano, o saldo da balança corrente sem juros passaria de -4,4% do PIB (média 2007-2010) a +7,1% do PIB em 2017, uma melhoria de 11,5% do PIB
  - Este ajustamento externo faz-se quase exclusivamente através da melhoria da balança comercial de -7,7% do PIB em 2007-2010 para 5,1% do PIB em 2017
  - Ou seja, o plano para o país – que sempre viveu acima das possibilidades – é que passe a viver sistematicamente “abaixo das possibilidades”, e que passe a **poupar todos os anos a partir de 2013 “mais de 5% das suas possibilidades”** antes da despesa com juros, um nível superior à média histórica da Alemanha (antes do euro), que poupava “1% a 2% das suas possibilidades”
  - Isto ao mesmo tempo que se exige que vários países da periferia da Europa passem também a viver “abaixo das possibilidades”
  - O Estado passa também a “viver abaixo das possibilidades”
  - Plano totalmente irrealista e inexecutável
- Não pode funcionar porque viola identidade contabilística fundamental da balança de pagamentos
  - Argumento similar ao avançado por Keynes na sua obra “The Economic Consequences of Peace”: não é possível pagar dívida externa com impostos e poupanças de despesa relativos a actividade económica doméstica
  - Estratégia contraproducente e particularmente destrutiva da actividade do sector privado

# A resposta à crise

Table 9. Portugal: External Debt Sustainability Framework, 2007-2017  
(In percent of GDP, unless otherwise indicated)

	2007	2008	Actual 2009	2010	2011	2012	2013	2014	Projections		
									2015	2016	2017
Baseline: External debt	195.5	200.8	223.8	231.2	230.7	238.6	239.8	236.0	228.2	220.8	212.9
Change in external debt	9.0	5.3	23.0	7.4	-0.5	7.9	1.2	-3.8	-7.8	-7.3	-7.9
Identified external debt-creating flows (4+8+9)	2.6	5.1	13.3	0.0	12.6	8.3	5.5	-1.4	-3.2	-3.7	-4.1
Current account deficit, excluding interest payments	3.2	4.7	4.8	4.7	-0.1	4.2	-5.3	-5.1	5.2	-6.2	-7.1
Deficit in balance of goods and services	7.5	9.5	7.0	6.7	3.2	-0.7	-2.6	-3.5	-4.0	-4.5	-5.1
Exports	32.8	33.2	28.7	31.5	36.1	39.1	40.6	42.3	43.6	44.8	46.3
Imports	40.3	42.7	35.7	38.2	39.3	38.4	38.0	38.8	39.6	40.4	41.3
Net non-debt creating capital inflows (negative)	1.8	-4.5	-1.8	-4.6	3.8	-1.7	1.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Automatic debt dynamics 1/	-2.4	4.9	10.3	-0.1	8.9	14.2	9.4	3.5	1.8	2.2	2.6
Contribution from nominal interest rate	6.9	7.9	6.1	5.3	6.5	7.1	7.0	6.3	5.9	6.2	6.5
Contribution from real GDP growth	-4.2	0.0	6.0	-3.1	3.9	7.1	2.4	-2.8	-4.1	-4.0	-3.9
Contribution from price and exchange rate changes 2/	-5.1	-3.0	-1.8	-2.3	-1.5	...	...	...	...	...	...
Residual, incl. change in gross foreign assets (2-3) 3/	6.4	0.2	9.7	7.4	-13.2	-0.3	-4.3	-2.4	-4.6	-3.6	-3.8
External debt-to-exports ratio (in percent)	596.5	605.2	780.1	733.1	638.7	610.9	590.8	558.1	523.6	492.8	459.4
Gross external financing need (in billions of Euros) 4/ in percent of GDP				187.0 108.3	210.8 123.3	181.5 109.1	174.6 104.7	180.5 105.9	182.0 103.7	159.5 88.2	150.8 80.9
Scenario with key variables at their historical averages 5/						238.6	239.7	241.8	242.2	243.6	244.9
Key Macroeconomic Assumptions Underlying Baseline											
Real GDP growth (in percent)	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.7	-3.0	-1.0	1.2	1.8	1.8	1.8
GDP deflator in Euros (change in percent)	2.8	1.6	0.9	1.1	0.7	0.3	1.3	1.0	1.2	1.2	1.3
Nominal external interest rate (in percent)	3.9	4.1	3.0	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.8	3.0
Growth of exports (Euros, in percent)	9.9	2.8	-15.3	12.7	13.3	5.3	4.2	6.4	6.1	6.0	6.7
Growth of imports (Euros, in percent)	6.7	7.8	-18.1	9.6	1.9	-4.9	-0.7	4.3	5.0	5.0	5.5
Current account balance, excluding interest payments	-3.2	-4.7	-4.8	-4.7	0.1	4.2	5.3	5.1	5.2	6.2	7.1
Net non-debt creating capital inflows	-1.8	4.5	1.8	4.6	-3.8	1.7	-1.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3

Fonte: IMF Country Report No. 12/292 ("5th Review")

Projeções do FMI, i.e., "objectivos" para o programa de ajustamento



# A resposta à crise

- Ajustamento orçamental e externo
  - Saldo primário (antes de despesa com juros) passa de  $-7,2\%$  do PIB (média 2009-2010) para  $+3,2\%$  do PIB (média 2015-2030)
    - $-0,6\%$  do PIB em 2008
  - De uma vida  $4,4\%$  acima das possibilidades – definição corrente - (média 2007-2010) o país passa a viver  $7\%$  abaixo das possibilidades em 2017
  - Ou, contabilizando juros, passa de uma vida  $10,9\%$  acima as possibilidades em 2009 para uma vida  $0,6\%$  abaixo das possibilidades em 2017
- Dívida pública acima de  $84\%$  do PIB até 2030
- Taxa de crescimento nominal da economia  $4\%$  por ano a partir de 2010,  $3\%$  por ano a partir de 2015
- Taxa de juro média da dívida entre  $4,1\%$  e  $5,0\%$  entre 2014 e 2030

# A resposta à crise

**Table 10. Portugal: Government Debt Sustainability Framework, 2008-2030**

(Percent of GDP, unless otherwise indicated)

	Actual				Projections								Debt-stabilizing primary balance 9/
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020	2025	2030	
<b>Baseline: General Government debt 1/</b>	71.6	83.1	93.3	108.1	119.1	123.7	123.6	121.2	118.4	109.2	96.6	84.8	1.5
<i>Of which: foreign-currency denominated</i>	1.2	1.2	1.5	9.6	15.7	17.9	18.6	17.8	15.7	5.0	1.1	0.9	
Change in public sector debt	3.3	11.5	10.3	14.8	11.0	4.7	-0.1	-2.4	-2.7	-2.6	-2.5	-2.3	
Identified debt-creating flows (4+7+12)	2.5	11.7	8.7	5.5	12.7	3.0	-0.1	-1.7	-1.7	-2.7	-2.5	-2.4	
Primary deficit	0.6	7.3	7.0	0.4	0.5	-0.2	-2.4	-3.1	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	
Revenue and grants	41.1	39.6	41.4	45.0	41.7	43.0	42.7	42.6	42.4	42.2	42.2	42.2	
Primary (noninterest) expenditure	41.7	46.9	48.4	45.4	42.2	42.8	40.2	39.5	39.3	39.0	39.0	39.0	
<b>Key Macroeconomic and Fiscal Assumptions Underlying Baseline</b>													
Real GDP growth (percent)	0.0	-2.9	1.4	-1.7	-3.0	-1.0	1.2	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	
Average nominal interest rate on public debt (percent) 8/	4.6	3.9	3.6	4.3	4.1	3.9	4.1	4.2	4.3	4.5	4.8	5.0	
Average real interest rate (using in GDP deflator, percent)	3.0	3.0	2.5	3.6	3.7	2.6	3.2	3.0	3.1	2.5	2.8	3.0	
Inflation rate (GDP deflator, percent)	1.6	0.9	1.1	0.7	0.3	1.3	1.0	1.2	1.2	2.0	2.0	2.0	
Growth of real primary spending (deflated by GDP deflator, percent)	0.9	9.2	4.6	-7.8	-9.8	0.4	-4.8	-0.2	1.3	1.9	2.0	2.0	
Primary deficit	0.6	7.3	7.0	0.4	0.5	-0.2	-2.4	-3.1	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	

Fonte: IMF Country Report No. 12/292 ("5th Review")

Projeções do FMI, i.e., "objectivos" para o programa de ajustamento

# A resposta à crise

- Plano da troika assume cenário optimista (nomeadamente taxa de juro e de crescimento económico), e mesmo assim a evolução das finanças públicas é preocupante
- Taxa de crescimento económico ligeiramente inferior e taxa de juro nos mercados a partir de 2014 ligeiramente superior às assumidas pelo FMI tornam dinâmica de dívida insustentável
  - Dívida cresce em percentagem do PIB
- Algo similar ocorre se a taxa de juro da dívida externa aumentar ou se o comportamento da balança comercial for pior que o assumido
- Plano irrealista e inexecutável e os técnicos do FMI sabem isso



The background of the slide is a topographic map of the Atlantic Ocean and the western coast of Europe. The ocean is depicted in shades of blue, showing various depths and currents. The landmasses of Europe and Africa are shown in green and brown tones, indicating elevation and terrain. The word "Resultados" is centered over the ocean.

# Resultados

# Resultados da Austeridade

- Resultados dessa política macroeconómica da UE em Portugal: com os PECs e com a troika, em 2 anos de “austeridade em dose reforçada” (2011 e 2012)
  - A procura interna irá regredir mais de 13 anos, para níveis próximos dos registados em 1998 (em termos reais)
  - Níveis de emprego já caíram para valores anteriores a 1999
  - Embora o ajustamento externo – que é necessário – esteja a ser feito, faz-se de forma contraproducente e ineficaz:

**Destroem-se 10 euros de actividade económica doméstica por cada euro de redução das importações**

The background of the slide is a topographical map of the Atlantic Ocean and the western coast of Europe. The ocean is depicted in shades of blue, showing various depths and currents. The landmasses of Europe and Africa are shown in green and brown tones, indicating different elevations and terrain types. The word "Conclusões" is centered over the ocean area.

## Conclusões



# Como chegámos até aqui?

- O país aderiu ao euro e continuou a “viver acima das possibilidades” como sempre fez
  - Negligenciou desequilíbrios externos
- Instituições de governo da UE cometeram erros no desenho da arquitectura da UEM e no acompanhamento das economias nacionais
  - Com o euro, a dívida externa começou a crescer
  - Política monetária permitiu financiar e encorajou desequilíbrios externos sistemáticos desde a década de 1990
  - PEC com efeitos perversos na sustentabilidade das contas públicas
  - Instituições de governo da UE ocupadas “a contar grãos de areia” não notaram nem reagiram à maior crise de balança de pagamentos, em tempos de paz, da história da humanidade
- A crise que se desencadeia a partir de 2008 põe a nu estas fragilidades da arquitectura da zona euro, atingindo sobretudo as economias periféricas da UE

# Como chegámos até aqui?

- Resposta à crise, contraproducente, agrava a crise
  - Desde 2009, as medidas definidas pelas instituições de governo da UE, conduziram as economias resgatadas a um retrocesso económico, social, democrático e do estado de direito sem precedentes
  - Sem que a situação orçamental melhore, porque planos de ajustamento são inexecutáveis
  - As economias da Grécia, Irlanda e Portugal estariam hoje muito melhor se não tivessem beneficiado de qualquer ajuda da UE, ou seja, se as instituições de governo da UE não tivessem feito nada
  - Resgate torna ajustamento muito maior do que ocorreria se não houvesse qualquer ajuda externa
- Instituições de governo da UE em roda livre
  - A improvisar
  - A extravasar as suas competências e mandato, em alguns casos, em violação do consagrado no Tratado Europeu

# Como chegámos até aqui?

- Países resgatados são protectorados
  - Governos incapazes ou indisponíveis para alterar estratégia de política económica
- Perspectiva-se o atrofiamiento da actividade económica, o retrocesso e, daqui a uns anos, a entrada em incumprimento acompanhada da saída do euro
  - A prosseguir com a actual estratégia, Portugal e outros países resgatados irão voltar a ser países subdesenvolvidos



A background image showing a map of the Atlantic Ocean and the western coast of Europe. The ocean is a deep blue, and the landmasses are in shades of green and brown, indicating different terrain types. The text is overlaid on the ocean area.

Agradeço a vossa atenção

e as questões que queiram colocar