



**UNIVERSIDADE
FERNANDO
PESSOA**

CICLOS ECONÓMICOS EM PORTUGAL E RESPOSTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA (2000–2025)

[Economic Cycles in Portugal and Economic Policy Responses (2000–2025)]

Projeto de Graduação

[1.º ciclo de estudos em Ciências Empresariais]

Tomás das Neves Gaio

Orientador:

Prof. Doutora Luísa Vasconcelos

Junho 2026

CICLOS ECONÓMICOS EM PORTUGAL
E RESPOSTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA (2000–2025)

[Economic Cycles in Portugal and Economic Policy Responses (2000–2025)]

Projeto de Graduação

[1.º ciclo de estudos em Ciências Empresariais]

Tomás das Neves Gaio

Nº 42905

Orientador:

Prof. Doutora Luísa Vasconcelos

Junho, 2026

Resumo

O presente trabalho analisa os ciclos económicos em Portugal no período 2000–2025 e as respostas de política económica que os acompanharam. Identificam-se quatro subperíodos distintos que incluem a fase de integração monetária (2000–2007), a crise financeira global e da dívida soberana (2008–2014), a recuperação e o choque pandémico (2015–2021), e o ciclo inflacionista pós-pandémico (2022–2025). A análise empírica baseia-se em indicadores macroeconómicos recolhidos junto ao Eurostat, INE, Banco de Portugal e Comissão Europeia. Os resultados evidenciam que o ciclo II (2008–2014) foi o mais grave, enquanto o ciclo III (2015–2021) se caracterizou por uma recuperação gradual interrompida pelo choque exógeno da pandemia em 2020. O ciclo IV (2022–2025) regista a primeira recuperação em forma de V e os primeiros excedentes orçamentais da série analisada. Verificou-se uma eficácia diferenciada da política monetária do BCE e da política orçamental portuguesa, resultantes da pertença a uma união monetária e aos condicionalismos do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Palavras-chave: ciclos económicos; Portugal; política monetária; política orçamental; hiato do produto; crise financeira

Abstract

This study analysis the economic cycles in Portugal over the period 2000-2025 and the economic policy responses adopted throughout these cycles. Four distinct subperiods were identified. The monetary integration phase (2000-200), the global financial and sovereign debt crisis (2008-2014), the recovery period and the pandemic shock (2015-2021), and the post-pandemic inflationary cycle (2022-2025). The empirical analysis is based on macroeconomic indicators collected from Eurostat, INE, the Bank of Portugal and the European Commission. The results show that Cycle II (2008-2014) was the most severe, whereas Cycle III (2015-2021) was characterised by gradual recovery interrupted by the exogenous shock of the COVID-19 pandemic in 2020. Cycle IV (2022-2025) recorded the first V- shaped recovery and the first budget surpluses of the period analysed. The findings also reveal differing degrees of effectiveness of the Europeans Central Bank monetary policy and Portugal's fiscal policy, reflecting the constraints associated with the membership of a monetary union and compliance whit the Stability and Growth Pact.

Key-words: business cycles; Portugal; monetary policy; fiscal policy; output gap; financial crisis

Índice Geral

1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura.....	3
2.1 Teoria dos Ciclos Económicos	3
2.2 Tipologia de Ciclos Económicos	4
2.3 Fases do Ciclo e Indicadores	5
2.4 Política Económica e Estabilização Cíclica.....	6
3. Análise Empírica dos Ciclos Económicos em Portugal (2000–2025).....	10
3.1 Período de Convergência e Adesão ao Euro (2000–2007).....	10
3.2 Crise Financeira Global e Crise da Dívida Soberana (2008–2014).....	11
3.3 Recuperação e Choque Pandémico (2015–2021).....	12
3.4 Choque Inflacionista e Conflito na Ucrânia (2022–2025).....	12
4. Discussão de Resultados.....	14
5. Conclusão	16
Referências Bibliográficas.....	18
Apêndice A	20

Lista de Siglas

BCE	Banco Central Europeu
ERC	Conselho Europeu de Investigação
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
INE	Instituto Nacional de Estatística
NAIRU	Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PEC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária

1. Introdução

A atividade económica alterna entre períodos de expansão e de contração em torno da sua tendência de crescimento de longo prazo, numa dinâmica recorrente designada por ciclo económico. A compreensão destas flutuações é central para a macroeconomia, uma vez que afetam diretamente variáveis fundamentais como o PIB real, o emprego, o investimento, o consumo e a estabilidade financeira.

Neste enquadramento, a análise dos ciclos económicos revela-se particularmente pertinente no caso da economia portuguesa, considerando que foi marcada por alterações de contexto e Neste enquadramento, o tema em análise neste trabalho, *Ciclos Económicos em Portugal e Respostas de Política Económica (2000–2025)*, justifica-se pela relevância da análise das flutuações económicas da economia portuguesa, contribuindo para uma melhor compreensão dos mecanismos de estabilização e das respostas institucionais em períodos de crise.

Perante a questão de investigação, *Quais foram a duração, a intensidade e os determinantes dos ciclos económicos em Portugal entre 2000 e 2025, e de que forma as políticas monetária e orçamental condicionaram a sua evolução?* o principal objetivo deste estudo consiste em identificar empiricamente a duração e a intensidade dos ciclos económicos em Portugal entre 2000 e 2025, articulando a teoria macroeconómica com evidência estatística.

Como objetivos específicos, o trabalho pretende: (1) rever a teoria dos ciclos económicos e os seus principais modelos explicativos; (2) identificar e datar empiricamente as fases cíclicas da economia portuguesa no período em análise; (3) analisar a origem, intensidade e impacto de cada ciclo identificado; e (4) avaliar o papel das respostas de política económica na atenuação ou amplificação das flutuações.

O período de análise compreendido entre 2000 e 2025 justifica-se pela sua relevância para o estudo das flutuações cíclicas da economia portuguesa, num contexto marcado por profundas transformações institucionais, financeiras e geopolíticas. O ano de 2000 constitui o marco para o início da análise, por corresponder à consolidação da integração de Portugal na União Económica e Monetária, com a adoção do euro como moeda única

em 1999 e a eliminação definitiva do escudo em 2002, alteração estrutural que retirou à economia portuguesa os instrumentos tradicionais de ajustamento cambial e monetário, e transferiu a condução da política monetária para o Banco Central Europeu (BCE). Partindo do ano 2000, a análise engloba quatro subperíodos distintos, definidos com base nas principais alterações económicas e institucionais observadas na economia portuguesa e europeia.

O primeiro subperíodo, entre 2000 e 2007, corresponde à fase de integração monetária e crescimento moderado, caracterizada por condições financeiras favoráveis, descida das taxas de juro, expansão do crédito e acumulação de desequilíbrios estruturais, designadamente baixo crescimento da produtividade e aumento do endividamento. O segundo subperíodo, entre 2008 e 2014, engloba a crise financeira internacional e a subsequente crise da dívida soberana europeia, marcada por uma forte recessão económica, deterioração das contas públicas, aumento do desemprego e implementação do Programa de Assistência Económica e Financeira em Portugal (PAEF) entre 2011 e 2014. O terceiro subperíodo, entre 2015 e 2021, corresponde à fase de recuperação económica pós-ajustamento e inclui simultaneamente o choque recessivo provocado pela pandemia de COVID-19 em 2020, permitindo analisar quer a retoma da atividade económica e do emprego, quer os efeitos das medidas de confinamento e da intervenção expansionista das políticas públicas. Por fim, o quarto subperíodo, entre 2022 e 2025, é marcado pelo choque inflacionista associado à recuperação pós-pandemia, pela disrupção das cadeias de abastecimento e pelos efeitos económicos da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, fatores que conduziram ao aumento generalizado dos preços da energia e dos bens alimentares, bem como ao endurecimento da política monetária do BCE através da subida das taxas de juro diretoras.

Metodologicamente, segue-se uma abordagem qualitativa e descritiva, articulando revisão de literatura com análise de séries temporais de indicadores macroeconómicos. Os indicadores utilizados incluem: PIB real e respetiva taxa de crescimento, hiato do produto, taxa de desemprego, taxa de inflação medida pelo IHPC, taxas de juro diretoras do BCE, investimento, consumo privado e saldo orçamental das administrações públicas. Recorreu-se ao modelo de linguagem *Claude Sonnet* (Anthropic, 2025) como apoio à recolha, organização e visualização dos dados estatísticos utilizados na análise empírica.

2. Revisão de Literatura

2.1 Teoria dos Ciclos Económicos

Os ciclos económicos são definidos como flutuações recorrentes da atividade económica, caracterizadas pela alternância entre períodos de expansão e de contração em torno de uma tendência de crescimento de longo prazo. De acordo com Burns e Mitchell (1946), os ciclos económicos correspondem às flutuações da atividade económica agregada, e caracterizam-se por períodos de expansão simultânea em vários setores de atividade, seguidos de fases de recessão e posterior recuperação, culminando numa nova fase de crescimento que dá início a outro ciclo económico.

Do ponto de vista analítico, a atividade económica pode ser decomposta em dois componentes distintos. O primeiro é a tendência de longo prazo, que representa o crescimento potencial da economia, impulsionado pelo aumento da força de trabalho, pela acumulação de capital físico e pelo progresso tecnológico. O segundo é o componente cíclico, que corresponde às flutuações de curto e médio prazo em torno dessa tendência. A diferença entre o produto efetivamente observado e o produto potencial estimado designa-se por hiato do produto. Quando positivo, indica que a economia produz acima da sua capacidade de longo prazo, com risco de sobreaquecimento; quando negativo, reflete capacidade produtiva ociosa e desemprego involuntário (Galí, 2015).

De acordo com a abordagem keynesiana, estas flutuações cíclicas resultam sobretudo de variações na procura agregada, em particular da instabilidade do investimento privado, que é amplificada pelo multiplicador. Nesta perspetiva, a economia pode permanecer por períodos prolongados abaixo do seu produto potencial e as políticas de estabilização são necessária para atenuar as flutuações e promover o pleno emprego. Assim, a abordagem keynesiana fundamenta a intervenção pública como instrumento de estabilização.

Em contraposição, a perspetiva dos ciclos económicos reais, sistematizada por Lucas (1977), interpreta as flutuações como respostas eficientes a choques tecnológicos ou de produtividade, rejeitando a existência de desvios prolongados do produto relativamente ao seu nível potencial. A síntese neokeynesiana, desenvolvida a partir dos anos 1990, procurou integrar as duas tradições, reconhecendo que a rigidez nominal (de preços e

salários) cria espaço para flutuações não eficientes que justificam a intervenção das políticas monetária e orçamental (Galí, 2015).

Para o estudo dos ciclos económicos é necessária a observação do tempo, direção e amplitude da flutuação. O tempo refere-se à duração de um ciclo, do início da expansão ao final da recessão subsequente, podendo variar de poucos anos a várias décadas, dependendo da natureza dos choques e do contexto institucional. A direção indica o sentido da evolução da atividade económica e permite classificar as variáveis macroeconómicas em pró-cíclicas (como o investimento e o consumo privado), contracíclicas (como o desemprego) e acíclicas, quando não apresentam correlação sistemática com o ciclo agregado. A amplitude traduz a intensidade das flutuações, medida pelo desvio entre o produto observado e a sua tendência de longo prazo. Quanto maior a amplitude, maior a volatilidade do ciclo e mais pronunciados os efeitos sobre o bem-estar económico e social (Burns & Mitchell, 1946).

2.2 Tipologia de Ciclos Económicos

Os ciclos económicos distinguem-se pela sua duração, mecanismo gerador e amplitude. A taxonomia mais utilizada distingue três grandes categorias, designadas por ciclos de Kitchin, ciclos de Juglar e as ondas longas de Kondratieff.

Os ciclos de Kitchin (1923) correspondem aos ciclos económicos de mais curta duração, normalmente entre três e quatro anos, estando associados às variações dos níveis de inventários das empresas. Estes ciclos resultam dos ajustamentos tardios dos *stocks* face às alterações da procura, devido à informação imperfeita existente nos mercados, que provocam oscilações recorrentes na produção e no emprego. Os ciclos de Juglar constituem os ciclos de referência na análise macroeconómica de curto e médio prazo e representam o principal objeto de estudo deste trabalho. Apresentam uma duração aproximada entre sete e onze anos, e surgem associados às flutuações do investimento em capital fixo e às condições de crédito da economia. As ondas longas de Kondratieff, com uma duração estimada entre quarenta e sessenta anos, surgem associadas a profundas transformações tecnológicas, produtivas e institucionais capazes de alterar o crescimento do produto potencial de forma duradoura.

Na prática, estes três tipos de ciclos coexistem e interagem, sobrepondo-se de forma simultânea na dinâmica da atividade económica. Schumpeter (1939) foi o primeiro a propor explicitamente um modelo de três ciclos interligados, em que as ondas de Kondratieff, os ciclos de Juglar e os ciclos de Kitchin se articulam numa hierarquia de periodicidades. Esta perspetiva é particularmente relevante para a análise do período 2000–2025, no qual a economia portuguesa foi sucessivamente afetada por choques de curto prazo, por perturbações de médio prazo associadas ao investimento e ao crédito, e por transformações estruturais ligadas à integração monetária e à digitalização.

2.3 Fases do Ciclo e Indicadores

O ciclo económico é descrito através de fases sequenciais de expansão, pico, contração e vale, que se alternam de forma cíclica e que se podem identificar empiricamente através de um conjunto de indicadores macroeconómicos (Burns & Mitchell, 1946).

A fase de expansão caracteriza-se por um crescimento da atividade económica acima da tendência de longo prazo, levando o hiato do produto a diminuir ou a tornar-se positivo. Durante este período, o aumento do investimento das empresas impulsiona a criação de emprego e o crescimento dos rendimentos das famílias, estimulando o consumo privado. De acordo com a perspetiva keynesiana (Keynes, 1936), este aumento da procura gera um efeito multiplicador, incentivando uma maior produção e reforçando o crescimento económico através de um processo cumulativo de crescimento. Simultaneamente, as contas públicas tendem a melhorar, devido ao aumento das receitas fiscais e à redução das despesas associadas ao desemprego e aos apoios sociais.

A fase de pico corresponde ao momento em que a atividade económica atinge o seu nível mais elevado antes de iniciar uma contração. A economia encontra-se próxima do pleno emprego, isto é, a taxa de desemprego situa-se em níveis muito baixos, frequentemente inferiores à taxa NAIRU (taxa de desemprego compatível com uma inflação estável) e o forte crescimento da procura agregada e maior escassez de mão de obra tendem a gerar pressões inflacionistas crescentes. Perante o risco de sobreaquecimento da economia, as autoridades monetárias adotam políticas restritivas, nomeadamente através da subida das taxas de juro diretoras, de forma a moderar a procura e controlar a inflação.

A fase de contração corresponde a um período de redução generalizada da atividade económica, normalmente associado a uma recessão (diminuição da produção durante, pelo menos, dois trimestres consecutivos). Nesta fase, o hiato do produto torna-se negativo, refletindo a existência de capacidade produtiva não utilizada. Simultaneamente, observam-se quedas no investimento e no consumo, aumento do desemprego cíclico, desaceleração da inflação e deterioração das contas públicas. As variáveis pró-cíclicas, como o produto, o investimento e o consumo, tendem a diminuir, enquanto variáveis contracíclicas, como o desemprego, aumentam.

O vale representa o ponto mínimo do ciclo, a partir do qual a atividade económica começa a recuperar. A correta identificação do vale é crucial para a avaliação da eficácia das políticas de estabilização, pois permite aferir se a recuperação é sustentada ou apenas transitória.

Para além das variáveis de fluxo, a análise dos ciclos recorre a indicadores de carácter temporal diferenciado. Os indicadores avançados de atividade económica precedem os pontos de viragem do ciclo, como por exemplo as encomendas industriais ou os índices de confiança, e são úteis para a deteção de reversões cíclicas. Os indicadores coincidentes, evoluem em sincronia com o ciclo, como o emprego e a produção industrial, e servem de referência para datar os pontos de viragem. Os indicadores retardados, como a taxa de desemprego de longa duração, seguem com desfasamento a trajetória do ciclo e confirmam a sua fase (Burns & Mitchell, 1946).

O indicador síntese por excelência para a análise cíclica é o hiato do produto (output gap), definido como a diferença percentual entre o PIB real observado e o PIB potencial estimado. Quando o hiato é positivo, a economia está a funcionar em sobreaquecimento, com pressões inflacionistas crescentes; quando é negativo, existe capacidade ociosa e desemprego acima da taxa natural. A Comissão Europeia (CE) estima o PIB potencial e o hiato do produto para todos os países membro, sendo estes valores a referência oficial para a avaliação da posição cíclica das economias europeias (Comissão Europeia, 2024a).

2.4 Política Económica e Estabilização Cíclica

A estabilização macroeconómica das economias modernas assenta fundamentalmente nas políticas monetária e fiscal-orçamental. Embora os seus mecanismos de transmissão

sejam distintos, ambas partilham o objetivo de mitigar as flutuações cíclicas, amortecendo o impacto de choques adversos sem amplificar os períodos de sobreaquecimento.

A política monetária atua sobretudo através da definição das taxas de juro diretoras, influenciando as condições de financiamento e, por essa via, as decisões de consumo e investimento dos agentes económicos. Na perspetiva neokeynesiana, este constitui o principal instrumento de estabilização dos ciclos económicos. Em períodos de recessão, a redução das taxas de juro diretoras tende a diminuir os custos do crédito, estimulando a procura agregada e contribuindo para reduzir o hiato recessivo do produto, exceto em situações de armadilha da liquidez, em que a política monetária perde eficácia. Pelo contrário, em fases de expansão e sobreaquecimento da economia, uma política monetária restritiva, baseada na orientação de subida das taxas de juro, procura travar o crescimento do crédito e moderar a procura agregada (Galí, 2015). Note-se que a eficácia desta política monetária torna-se limitada quando as taxas de juro nominais se aproximam de zero, fenómeno conhecido como zero lower bound. Esta situação verificou-se na zona euro entre 2014 e 2022, levando o BCE a recorrer a instrumentos não convencionais de política monetária, como os programas de compra de ativos em larga escala e a orientação prospetiva das expectativas dos mercados.

A política orçamental atua através dos estabilizadores automáticos e de medidas discricionárias. Os estabilizadores automáticos, como o subsídio de desemprego, a progressividade do imposto sobre o rendimento e as prestações sociais, funcionam sem necessidade de intervenção direta do governo. Em períodos de recessão, a redução das receitas fiscais e o aumento das despesas sociais geram automaticamente um estímulo à economia, compensando quebras da procura privada. Em fases de expansão, o efeito ocorre no sentido inverso.

Em paralelo, a política orçamental discricionária corresponde a decisões do Estado relacionadas com alterações na despesa pública ou na carga fiscal, com o objetivo de influenciar a atividade económica. A eficácia destas medidas depende do multiplicador orçamental, isto é, do impacto que a despesa pública ou a redução de impostos têm sobre o produto. Blanchard e Leigh (2013), ao analisarem as economias avançadas durante a crise de 2009–2011, concluíram que os multiplicadores orçamentais foram significativamente superiores ao que se previa, situando-se próximos de 1,5 em vez dos valores usualmente considerados, em torno de 0,5. Este resultado sugere que as políticas

de austeridade (restritivas) aplicadas na zona euro durante a crise da dívida soberana produziram efeitos recessivos mais fortes do que inicialmente se previa.

No contexto específico de uma união monetária, como é o caso da zona euro, a política económica de estabilização enfrenta condicionantes particulares. A política monetária é conduzida pelo BCE de forma centralizada, de acordo com o objetivo prioritário de estabilidade de preços (2% para a taxa de inflação), não podendo ser ajustada às necessidades específicas de cada economia. Em contrapartida, a política orçamental permanece sob a responsabilidade dos Estados-membros, embora sujeita a regras comuns de disciplina fiscal.

O quadro de governação económica da UE assenta no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), cujos limiares de referência (défice orçamental de 3% e dívida pública de 60% do PIB) se mantêm consagrados no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e continuam em vigor (Braunerhjelm, 2021; Conselho da UE, 2024). Contudo, em abril de 2024 entrou em vigor uma reforma profunda das regras de governação económica da UE, considerada a mais significativa desde a crise financeira global (Comissão Europeia, 2024a). O novo quadro procura reforçar a sustentabilidade das finanças públicas e promover o crescimento económico através de reformas e investimento. A principal mudança consiste na substituição de metas orçamentais uniformes por trajetórias de despesa ajustadas à realidade de cada Estado-membro.

A nova trajetória de ajustamento orçamental deve assegurar que, no prazo de quatro anos, a dívida pública siga uma tendência de redução sustentável ou permaneça em níveis prudentes inferiores a 60% do PIB a médio prazo, enquanto o défice deve ser mantido abaixo de 3% do PIB. Contudo, os Estados-membros podem prolongar este período até sete anos, desde que assumam compromissos de reforma e investimento que reforcem o crescimento económico e a sustentabilidade das finanças públicas. Esta maior flexibilidade procura equilibrar a disciplina orçamental com a necessidade de financiar investimentos estratégicos, nomeadamente nas transições climática e digital, na energia e na defesa (Conselho da UE, 2024; Conselho da União Europeia, s.d.; Parlamento Europeu, 2024).

Em períodos de recessão, esta assimetria entre a centralização da política monetária e a descentralização da política orçamental, combinada com os constrangimentos do PEC, suscita dificuldades de estabilização para economias como Portugal, que não dispõem de moeda próprio para absorver choques assimétricos e cujas margens orçamentais são frequentemente exíguas.

3. Análise Empírica dos Ciclos Económicos em Portugal (2000–2025)

Nesta secção recorreu-se ao modelo de linguagem *Claude Sonnet* (Anthropic, 2025) como assistente de investigação para a recolha, verificação cruzada e visualização dos dados estatísticos utilizados na análise empírica.

Os Gráficos 1 a 6 permitem a descrição das flutuações macroeconómicas no período considerado para a economia portuguesa, identificando fases de expansão e contração do PIB, picos de desemprego, choques inflacionistas e deterioração/consolidação das finanças públicas. Para a identificação de ciclos económicos, de acordo com a metodologia de Burns e Mitchell (1946), apresenta-se o hiato do produto (*output gap*), isto é, a diferença entre o PIB efetivamente observado e o PIB potencial estimado, de forma a identificar picos (*peaks*) e vales (*troughs*) no PIB real.

3.1 Período de Convergência e Adesão ao Euro (2000–2007)

O primeiro ciclo económico em análise inicia-se no ano 2000, com o aprofundamento da integração económica e monetária na EU, e caracteriza-se por crescimento económico forte. No Gráfico 1 apresenta-se a variação anual real, expressa em percentagem do PIB, com as barras verdes a representar os anos em que se verificou um crescimento económico positivo e as vermelhas a identificar os períodos de contração económica.

No ano 2000 constata-se um crescimento económico de 3,8%. Contudo, nos anos de 2001 e 2002, registou-se uma desaceleração da atividade, com a taxa de crescimento a descer consecutivamente para 1,9% e 0,8%. Em 2003 a economia portuguesa sofre uma recessão moderada, registando uma taxa de variação homóloga de -0,9%. A partir de 2004, a economia volta a registar valores positivos (1,8% em 2004, 0,5% em 2005), encerrando o subperíodo com uma aceleração de 1,6% em 2006 e 2,5% em 2007.

Através do Gráfico 2 observa-se a evolução da taxa de desemprego, expressa como percentagem da população ativa. Nos anos de 2000 e 2001, Portugal registou as taxas de desemprego mais baixas de todo o período em análise, fixando-se em patamares em torno de 4%, significativamente abaixo da linha de referência da NAIRU (aproximadamente 5,5%), o que indica que a economia operava sob pressões de sobreaquecimento no mercado de trabalho. A taxa de desemprego quase duplicou, evoluindo de 4% em 2000

para 8,1% em 2007, antecipando a fragilidade estrutural que viria a culminar na crise de 2008.

O Gráfico 3 apresenta a evolução correlacionada da inflação medida pelo IHPC e da taxa diretora do BCE. Durante todo o ciclo de integração, a inflação situou-se sempre acima da meta de 2%, mesmo no ano em que apresenta o valor mais baixo (2,1% em 2005). Este diferencial de inflação (sistematicamente superior à média da zona euro) resultou na perda de competitividade externa das exportações portuguesas.

O Gráfico 4 evidencia défices persistentes e o incumprimento regular do limite do PEC. Durante os oito anos do ciclo de integração monetária, Portugal apresentou um défice público acima de -3% do PIB. Em paralelo, como se observa no Gráfico 5, a dívida pública transitou de uma situação confortável de 53% em 2000, para 75,5% do PIB em 2007, representando um agravamento de 15,5 pontos percentuais acima do critério de Maastricht.

Assim, neste subperíodo, verifica-se que a economia apresentou uma dinâmica de crescimento moderada e fraco desempenho macroeconómico. À exceção do ano 2000, o país não foi capaz de expandir a atividade económica acima da barreira dos 3%. A recessão económica em 2003 demonstra que, logo após a adoção da moeda única europeia, Portugal enfrentou sérias dificuldades de adaptação ao novo regime monetário, impedido que passou a estar de desvalorizar a moeda nacional de forma a recuperar a competitividade externa.

3.2 Crise Financeira Global e Crise da Dívida Soberana (2008–2014)

O subperíodo II é caracterizado por uma profunda contração da atividade económica em Portugal, marcada por uma crise de balanço de pagamentos, pela perda de acesso aos mercados financeiros internacionais e pela subsequente aplicação do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) a partir de 2011.

Conforme se observa no Gráfico 7, após o pico de atividade de 2007 (P2), a economia entrou numa trajetória descendente prolongada que culminou no vale de 2013 (V2), regressando-se praticamente ao nível de atividade do ano 2000. O Gráfico 8, que se foca na distância entre o PIB real e o PIB potencial, permite quantificar a queda do hiato do

produto até ao mínimo histórico de $-8,9\%$ em 2013, coincidindo com o pico histórico do desemprego de $16,4\%$ nesse mesmo ano (cf. Gráfico 2).

A deterioração das finanças públicas foi igualmente severa, contribuindo para o pedido de assistência internacional em 2011 e a implementação do PAEF, centrado na consolidação orçamental e na desvalorização interna como mecanismos de reequilíbrio externo. Sem moeda própria, Portugal dependeu exclusivamente do ajustamento interno para corrigir os desequilíbrios acumulados durante o primeiro subperíodo.

3.3 Recuperação e Choque Pandémico (2015–2021)

O subperíodo entre 2015 e 2021 iniciou uma fase de recuperação económica gradual e sustentada, apoiada no setor externo e restauração da confiança interna. Conforme se observa no Gráfico 7, a atividade económica apresentou uma trajetória ascendente e contínua que culminou no pico de 2019 (P3). No Gráfico 8 verifica-se um hiato do produto ligeiramente positivo de $0,2\%$ em 2019, refletindo a diminuição da capacidade ociosa da economia. A taxa média de desemprego fixou-se em $7,9\%$ e a dívida pública iniciou uma trajetória descendente, embora a média do subperíodo tenha apresentado o valor de 127% do PIB, por via do elevado ponto de partida herdado da crise anterior.

Esta trajetória foi bruscamente interrompida pelo choque exógeno da pandemia de COVID-19 em 2020, verificando-se uma queda de $-8,3\%$ do PIB, a maior recessão do período analisado. Como consequência, o saldo orçamental atingiu $-5,8\%$ em 2020, e o hiato do produto atingiu $-5,9\%$. Em contraste com o ciclo II, trata-se de um choque de oferta e procura de natureza temporária, o que antecipou uma recuperação de forma diferenciada.

3.4 Choque Inflacionista e Conflito na Ucrânia (2022–2025)

O quarto ciclo iniciou com recuperação em V da economia portuguesa, verificando-se uma expansão do PIB real de $6,8\%$ em 2022, impulsionada pela reabertura e pela retoma do consumo e do turismo. No entanto, o forte crescimento da procura foi travado pelo início do conflito na Ucrânia e crises nas cadeias de abastecimento, desencadeando um choque inflacionista que levou a inflação a atingir $7,8\%$ em 2022 .

O BCE respondeu com uma subida agressiva das taxas de juro de referência (cf. Gráfico 3). Apesar do aperto monetário, Portugal manteve uma média de crescimento de 2,2% e a taxa de desemprego em torno de 6,5%. O país registou os primeiros excedentes orçamentais do período analisado e acelerou a desalavancagem financeira, conduzindo a uma queda expressiva da dívida pública para uma média de 103,6% do PIB (cf. Gráfico 5).

A observação do Quadro 1 permite comparar as médias de todos os indicadores nos quatro subperíodos identificados, confirmando que o Ciclo II (2008–2014) foi o mais severo em todas as dimensões analisadas, e o Ciclo IV (2022–2025) registou as melhores condições orçamentais de todo o período.

4. Discussão de Resultados

A análise dos quatro ciclos sintetizada no Quadro 2 evidencia diferenças em termos de duração, amplitude e intensidade.

O Ciclo I (2000–2007) foi o mais suave, com flutuações moderadas e nunca superiores a $-0,9\%$ do PIB. O Ciclo II (2008–2014) foi o mais longo e profundo (seis anos de contração, com o hiato do produto a atingir $-8,9$ pontos percentuais em 2013 e a taxa de desemprego a alcançar $16,4\%$). O Ciclo III, que respeita ao choque pandémico de 2020, foi o mais curto, mas com queda mais abrupta. Em apenas um único ano, o hiato de produto desceu $5,9$ pp. O Ciclo IV está ainda em curso com um hiato ligeiramente positivo, configurando uma situação de sobreaquecimento moderado que justifica a manutenção de uma postura orçamental prudente.

No que respeita à eficácia das políticas de estabilização, a análise evidencia assimetrias importantes. A política monetária do BCE, conduzida para o conjunto da zona euro, revelou-se desajustada às necessidades específicas da economia portuguesa em vários momentos do período analisado. Destacam-se em particular as seguintes: as taxas de juro reais negativas durante o Ciclo I incentivaram o endividamento excessivo; a impossibilidade de expandir monetariamente durante o Ciclo II limitou a capacidade de absorção do choque; e a subida agressiva de juros durante o Ciclo IV, embora necessária à escala da zona euro, penalizou o investimento num momento de consolidação orçamental.

A política orçamental portuguesa revelou uma dependência excessiva dos estabilizadores automáticos e uma capacidade limitada na aplicação de medidas discricionárias orçamentais contracíclicas, sobretudo durante o Ciclo II, período em que os constrangimentos do PAEF e do PEC restringiram o espaço orçamental. Os multiplicadores fiscais estimados por Blanchard e Leigh (2013) sugerem que a austeridade aplicada neste período produziu efeitos recessivos mais acentuados do que o previsto, aprofundando o vale do Ciclo II.

Em contraste, a resposta discricionária durante o Ciclo III (pandemia) foi mais ampla e sustentada por instrumentos europeus, contribuindo para uma recuperação mais rápida.

Do ponto de vista metodológico, reconhece-se um conjunto de limitações relevantes. A utilização de dados anuais em vez de trimestrais, que limita a precisão na datação dos pontos de viragem dos ciclos. As estimativas do PIB potencial e do hiato do produto estão sujeitas a revisões significativas, particularmente para os anos mais recentes (Comissão Europeia, 2024b). Por fim, os dados referentes a 2024 e 2025 constituem estimativas preliminares, devendo ser interpretados com a devida cautela.

5. Conclusão

O presente trabalho analisou os ciclos económicos em Portugal no período 2000–2025, identificando as fases de expansão e contração da atividade económica e avaliando a eficácia das políticas de estabilização em cada subperíodo. Articulando revisão de literatura com análise de indicadores macroeconómicos, foi possível datar os principais pontos de viragem dos ciclos, quantificar a sua amplitude e discutir as condicionantes estruturais e institucionais que moldaram a resposta da economia portuguesa aos choques ao longo do período de análise.

A análise identificou quatro ciclos distintos. O Ciclo I (2000–2007) caracterizou-se por crescimento moderado e acumulação de desequilíbrios de endividamento crescente, perda de competitividade e défices persistentes. O Ciclo II (2008–2014) foi o mais severo, com o hiato do produto a atingir –8,9 p.p. em 2013 e o desemprego a aproximar-se dos 16,4%, representando a maior contração desde a adesão à Comunidade Europeia. O Ciclo III foi marcado pela pandemia de COVID-19, que em 2020 provocou uma queda de –8,3% do PIB em apenas um ano, choque abrupto mas de natureza temporária e exógena. O Ciclo IV (2022–2025), combina recuperação sólida e excedentes orçamentais com riscos de sobreaquecimento moderado associados ao aperto monetário do BCE.

No que respeita às políticas de estabilização, os resultados evidenciam uma assimetria estrutural. A centralização da política monetária no BCE gerou dessintonias recorrentes com as necessidades específicas de Portugal. Em particular, assinalam-se as taxas de juro reais negativas no Ciclo I que incentivaram o endividamento excessivo, e a subida de juros no Ciclo IV que penalizou o investimento numa fase de consolidação. A política orçamental por sua vez, condicionada pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, revelou ser pró-cíclica. Esta situação foi mais visível no Ciclo II, quando os constrangimentos do PAEF impediram a adoção de medidas contracíclicas e amplificaram os efeitos recessivos. Em contraste, a coordenação europeia no Ciclo III, permitiu uma resposta mais ampla e uma recuperação mais rápida.

A realização do trabalho apresenta várias limitações. Destacam-se, entre outras: a utilização de dados anuais, que reduz a precisão na datação dos pontos de viragem; as estimativas do hiato do produto, que estão sempre sujeitas a revisões retroativas; e a utilização de preliminares para 2024–2025.

Como agenda futura propõe-se uma análise estabelecida com dados trimestrais, a comparação com outras economias periféricas da zona euro e a avaliação dos efeitos do novo quadro de governação económica da UE, em vigor desde 2024, na capacidade de estabilização cíclica dos Estados-membros com dívida elevada.

Referências Bibliográficas

- Blanchard, O. J., & Leigh, D. (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. *American Economic Review*, 103(3), 117–120. <https://doi.org/10.1257/aer.103.3.117>
- Braunerhjelm, P. (2021). Rethinking stabilization policies: Including supply-side measures and entrepreneurial processes. *Small Business Economics*, 57(4), 1505–1527. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00520-6>
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring business cycles*. National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/books-and-chapters/measuring-business-cycles>
- Comissão Europeia. (2024a). *New economic governance framework*. Economy and Finance. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-governance-framework/what-economic-governance-framework/evolution-eu-economic-governance/new-economic-governance-framework_en
- Comissão Europeia. (2024b). *Economic forecast for Portugal — Autumn 2024*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-member-states/country-pages/portugal/economic-forecast-portugal_en
- Conselho da União Europeia. (2024, 29 de abril). *Economic governance review: Council adopts reform of fiscal rules* [Comunicado de imprensa]. <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/04/29/economic-governance-review-council-adopts-reform-of-fiscal-rules/>
- Conselho da União Europeia. (s.d.). Towards a reform of the economic governance framework. <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/reform/>
- Galí, J. (2015). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the New Keynesian framework and its applications* (2.^a ed.). Princeton University Press.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan.
- Kitchin, J. (1923). Cycles and trends in economic factors. *Review of Economics and Statistics*, 5(1), 10–16. <https://doi.org/10.2307/1927031>
- Lucas, R. E. (1977). Understanding business cycles. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, 7–29. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(77\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0167-2231(77)90002-1)
- Parlamento Europeu. (2024). *The new EU fiscal governance framework* (IPOL_IDA(2024)760231). Serviço de Estudos do Parlamento Europeu.

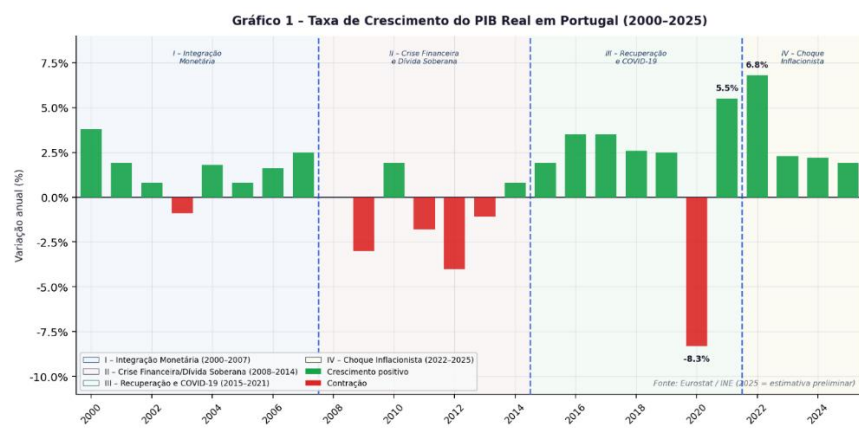
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760231/IPOL_IDA\(2024\)760231_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760231/IPOL_IDA(2024)760231_EN.pdf)

Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles: A theoretical, historical, and statistical analysis of the capitalist process* (2 vols.). McGraw-Hill.

Apêndice A

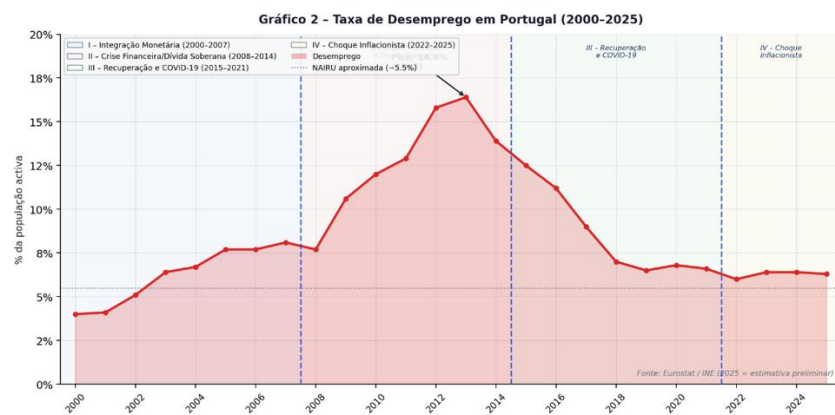
Gráficos, Tabelas e Quadros de Suporte à Análise Empírica

Gráfico 1 - PIB Real

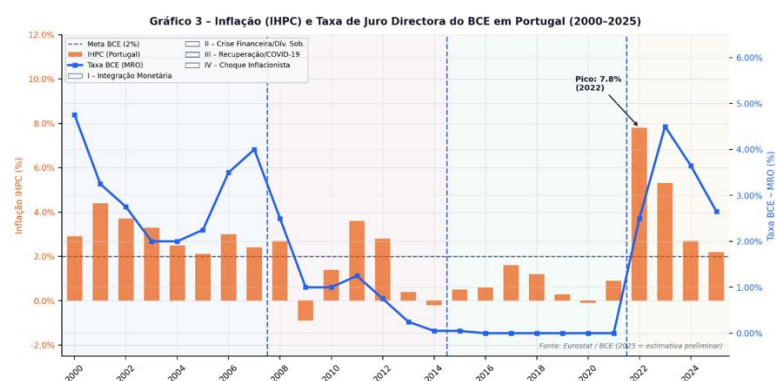


Notas: Barras verdes/vermelhas para expansão/recessão; anotação dos valores extremos (−8.3% em 2020, +6.8% em 2022).

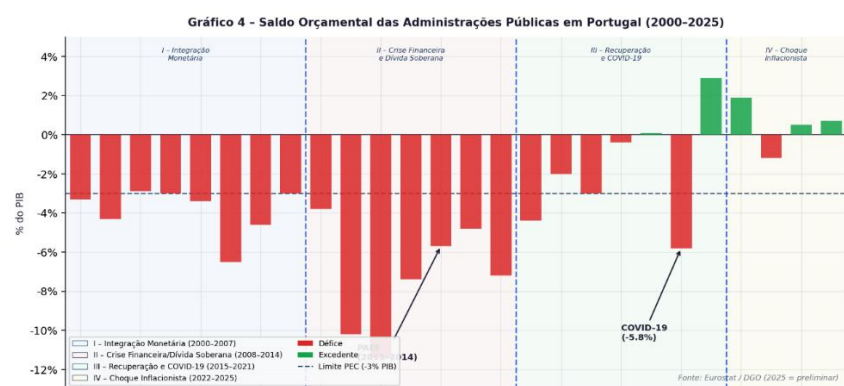
Gráfico 2 - Taxa de Desemprego



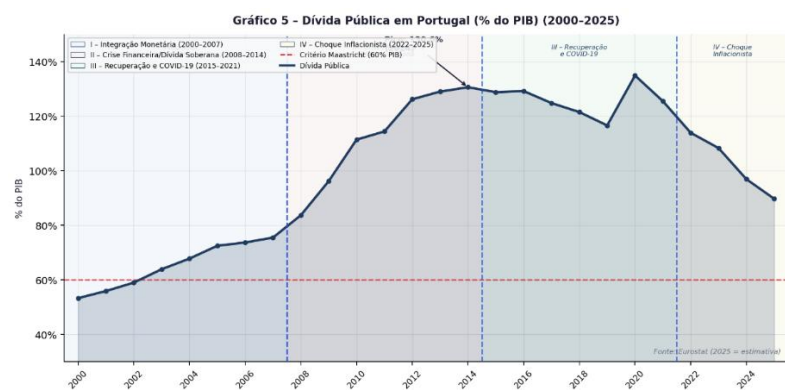
Notas: Área preenchida com destaque para o pico histórico de 16.4% em 2013 e a linha de referência NAIRU.

Gráfico 3 - Inflação (IHPC) e Taxa BCE

Notas: Barras laranja para a inflação portuguesa e linha azul para a taxa diretora do BCE; evidencia o pico de inflação de 7,8% em 2022 e a resposta de subida de juros.

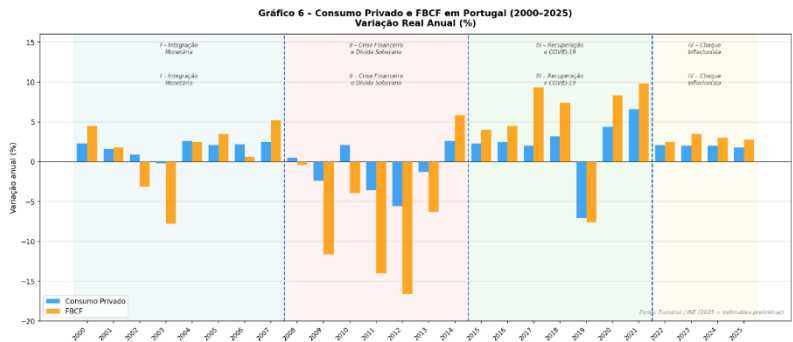
Gráfico 4 – Saldo Orçamental

Notas: Barras vermelhas (défice) e verdes (excedente), com a linha do limite de -3% do Pacto de Estabilidade.

Gráfico 5 – Dívida Pública (% PIB)

Notas: Evolução em linha, com destaque para o pico de 130,6% em 2014 e o critério de Maastricht definido para 60% PIB.

Gráfico 6 – Consumo Privado e FBCF



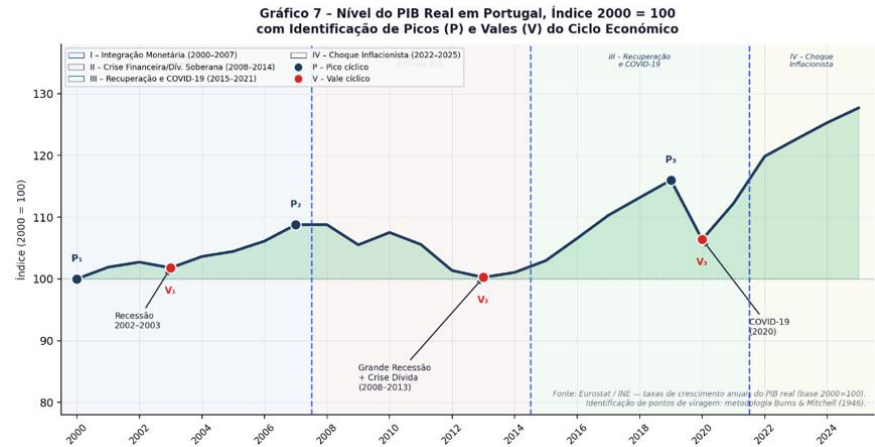
Quadro 1 – Síntese por Sub-período

Quadro 1 - Síntese Macroeconómica por Sub-período em Portugal (2000-2025)
Médias anuais dos principais indicadores

	PIB real (% a.a.)	Desemprego (%)	Inflação IHPC (%)	Saldo Orçamental (% PIB)	Dívida Pública (% PIB)	Consumo Privado (% a.a.)	FBCF (% a.a.)
I - Integração Monetária	1.8	6.2	3.1	-4.1	64.4	1.8	0.9
II - Crise Financeira / Dívida Soberana	-1.3	11.8	1.5	-7.1	113.0	-1.1	-6.7
III - Recuperação e COVID-19	2.0	7.9	1.9	-1.2	127.0	2.0	5.1
IV - Choque Inflacionista	2.2	6.5	3.0	0.1	103.6	2.0	3.0

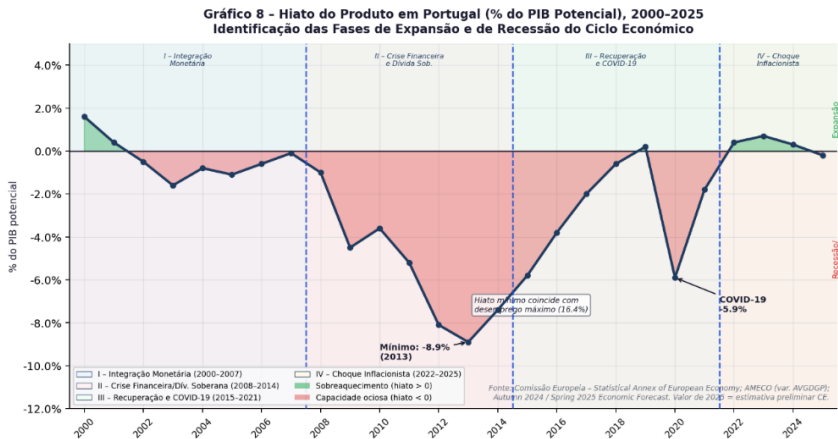
Fontes: Eurostat / INE / BGE / DGO / CE-AMECO (2025 = estimativas preliminares)

Gráfico 7 – Nível do PIB Real indexado (2000=100)



Notas: Visualização dos picos e vales do ciclo, identificação dos pontos de viragem e medida da amplitude de cada recessão e recuperação.

Gráfico 8 – Hiato do Produto em Portugal (2000–2025)



Notas: Baseado em dados da Comissão Europeia (AMECO). Este gráfico é o único que permite classificar formalmente cada ano como sendo de expansão acima do potencial (hiato inflacionista) ou de recessão com capacidade ociosa (hiato recessivo) constituindo o elemento central de análise empírica de ciclos económicos.

Quadro 2 – Datação e Caracterização dos ciclos económicos em Portugal (2000-2025)

Quadro 2 - Datação e Caracterização dos Ciclos Económicos em Portugal (2000-2025)
Metodologia: Burns & Mitchell (1946) aplicada ao índice do PIB real e ao hiato do produto

Ciclo	Pico (início exp.)	Vale (fundo)	Duração Recessão	Queda PIB indexado (pp)	Hiato mínimo (% PIB pot.)	Desembr. máx. (%)	Choque desencadeador
Ciclo I	2000	2003	3 anos	1.8 pp	-1.6%	6.4%	Bolha dot-com / desaceleração UE
Ciclo II	2007	2013	6 anos	-8.5 pp	-8.9%	16.4%	Subprime → Crise Dívida Soberana
Ciclo III	2019	2020	1 ano	-9.6 pp	-5.9%	6.8%	Pandemia COVID-19
Ciclo IV (em curso)	2022+	—	—	—	+0.7% (2023)	6.4%	Choque inflacionista / Ucrânia

Fontes: Eurostat / INE (PIB real); CE-AMECO (hiato do produto); Eurostat (desemprego).
Notas: Duração da recessão = período entre pico e vale. Queda PIB = variação do índice (2000=100) entre pico e vale.