



**UNIVERSIDADE  
FERNANDO  
PESSOA**

## **ANÁLISE COMPARATIVA DAS ABORDAGENS AUSTRIACA E KEYNESIANA EM RESPOSTA AO CICLO RECESSIVO PÓS- SUBPRIME: ESTUDO DE CHIPRE, IRLANDA E PORTUGAL NOS PERÍODOS DE RESGATE**

[Comparative Analysis of the Austrian and Keynesian Approaches in Response to the Post-Subprime Recessionary Cycle: Study of Cyprus, Ireland and Portugal during the Bailout Periods]

Projeto de Graduação

1.º ciclo de estudos em Ciência Política e Relações Internacionais

Raul Correia Torres

Orientadora:

Doutora Luísa Vasconcelos

Setembro 2024



**ANÁLISE COMPARATIVA DAS ABORDAGENS AUSTRIACA E  
KEYNESIANA EM RESPOSTA AO CICLO RECESSIVO PÓS-  
SUBPRIME: ESTUDO DE CHIPRE, IRLANDA E PORTUGAL NOS  
PERÍODOS DE RESGATE**

[Comparative Analysis of the Austrian and Keynesian Approaches in Response to the Post-Subprime Recessionary Cycle: Study of Cyprus, Ireland and Portugal during the Bailout Periods]

Projeto de Graduação

1.º ciclo de estudos em Ciência Política e Relações Internacionais

Raul Correia Torres

Orientadora:

Doutora Luísa Vasconcelos

Setembro 2024

## **Agradecimentos**

O meu agradecimento, em primeiro lugar, à Professora Doutora Luísa Vasconcelos, que na qualidade de minha orientadora revelou-se incansável na tentativa de eu aperfeiçoar sempre o meu trabalho.

Um agradecimento considerável a todos os professores e colegas de curso que fizeram parte da minha caminhada na Licenciatura em Ciência Política e Relações Internacionais.

E, por fim, um agradecimento especial aos meus pais e à minha irmã que sempre me apoiaram durante estes três anos e sempre me incentivaram a ser o melhor em tudo o que eu fizesse.

## Resumo

O presente trabalho analisa comparativamente as abordagens das escolas austríaca e keynesiana em resposta ao ciclo recessivo suscitado pela crise do *subprime*, com enfoque nos casos particulares de Chipre, Irlanda e Portugal. Procede-se a uma análise qualitativa, assente num estudo descritivo com base em revisão de literatura e observação de dados estatísticos recolhidos junto do Eurostat, para o período 2008-2013. Inicia-se com a explicitação da crise do *subprime* e os seus efeitos na economia da União Europeia, nomeadamente, o ciclo recessivo que provocou. De seguida, apresenta-se a resposta por parte dos Estados-Membros ao contexto recessivo e os respetivos impactos nas economias, culminando na crise das dívidas soberanas. São analisados os resgates financeiros a Chipre, Irlanda e Portugal e averigua-se a conformidade das políticas orçamentais adotadas aquando do resgate na perspetiva das escolas austríaca e keynesiana.

**Palavras-Chave:** ciclo recessivo; subprime; escola austríaca; escola keynesiana; resgates financeiros.

## **Abstract**

This paper makes a comparative analysis of the approaches of the Austrian and Keynesian schools in response to the recessionary cycle caused by the subprime crisis, focusing on the particular cases of Cyprus, Ireland and Portugal. This is a qualitative analysis, based on a descriptive study based on a literature review and observation of statistical data collected from Eurostat for the period 2008-2013. It begins by explaining the subprime crisis and its effects on the European Union economy, namely the recessionary cycle it caused. The response of member states to the recessionary context and its impact on their economies is then presented, culminating in the sovereign debt crisis. The financial bailouts of Cyprus, Ireland and Portugal are analyzed and the conformity of the fiscal policies adopted at the time of the bailout is examined from the perspective of the Austrian and Keynesian schools.

**Key-words:** recessionary cycle; subprime; austrian school; keynesian school; financial bailouts.

# Índice Geral

<b>1. Introdução</b> .....	1
<b>2. Escola Austríaca</b> .....	3
<b>3. Escola Keynesiana</b> .....	7
<b>4. Abordagem das Duas Escolas ao Ciclo Recessivo</b> .....	10
<b>4.1. Escola Austríaca</b> .....	10
<b>4.2. Escola Keynesiana</b> .....	10
<b>5. Crise do Subprime</b> .....	12
<b>6. Recessão da Zona-Euro</b> .....	14
<b>6.1. Principais Respostas</b> .....	14
<b>7. Crise das Dívidas Soberanas</b> .....	16
<b>8. Resgate Financeiro de Chipre, Irlanda e Portugal</b> .....	18
<b>8.1. Chipre</b> .....	20
<b>8.2. Irlanda</b> .....	22
<b>8.3. Portugal</b> .....	25
<b>9. Déficit, Dívida e a <i>Rationale</i> Austríaca e Keynesiana</b> .....	28
<b>10. Conclusão</b> .....	29
<b>11. Referências Bibliográficas</b> .....	31

## **Índice de Figuras**

Figura 1 - Deficit/Surplus Orçamental Chipre 2007-2019.....	21
Figura 2 - Dívida Pública Chipre 2007-2019 .....	22
Figura 3 - Deficit/Surplus Orçamental Irlanda 2007-2019 .....	24
Figura 4 - Dívida Pública Irlanda 2007-2019.....	25
Figura 5 - Deficit/Surplus Orçamental Portugal 2007-2019 .....	27
Figura 6 - Dívida Pública Portugal 2007-2019.....	27

## 1. Introdução

A declaração de insolvência do banco norte-americano Lehman Brothers, em setembro de 2008, marcou o início da crise do *subprime* nos EUA, que afetou negativamente outras instituições financeiras e desencadeou efeitos que resultaram numa crise financeira mundial. Os *spillovers* sentidos na União Europeia conduziram vários países da zona-euro à recessão a partir do primeiro trimestre de 2009, o que inicialmente determinou a adoção de políticas orçamentais expansionistas, que, por sua vez, resultaram no crescimento significativo do défice e da dívida pública. Em alguns Estados-Membros, o nível de dívida pública e a pressão dos mercados financeiros traduziram-se em risco de *default*, levando ao resgate financeiro de países como Chipre, Grécia, Irlanda e Portugal, bem como de instituições financeiras em Espanha. Este contexto desencadeou a denominada crise da zona-euro, cujas dinâmicas, mecanismos de transmissão e políticas económicas adotadas oferecem lições valiosas, no sentido de minimizar efeitos adversos em crises futuras. Neste contexto, o presente trabalho analisa comparativamente as abordagens das escolas austríaca e keynesiana nas suas propostas de resposta a ciclos recessivos, tomando como casos de estudo Chipre, Irlanda e Portugal no pós-crise do *subprime*.

Apresenta três objetivos principais:

- Objetivo 1 – Explicitar os pressupostos e propostas de abordagens oferecidas pelas escolas austríaca e keynesiana em resposta a ciclos económicos recessivos;
- Objetivo 2 – Analisar a evolução dos valores do défice orçamental e da dívida pública em Chipre, Irlanda e Portugal, pós-crise do *subprime*;
- Objetivo 3 – Verificar a conformidade dessa evolução com a *rationale* económica da escola austríaca ou da escola keynesiana.

Trata-se de uma análise qualitativa, assente num estudo descritivo com base em revisão de literatura e observação de dados estatísticos recolhidos junto do Eurostat, para os anos 2008-2013. A escolha deste período justifica-se pela necessidade de abranger a fase pré-crise, por um lado, e trazer os dados até ao final da última intervenção financeira relacionada, por outro, sem prejuízo de o enfoque da análise se situar no período 2010-2013, de debelação da crise.

Os países em análise são aqueles que tiveram a sua economia intervencionada. Excetua-

se a Grécia atendendo às evidências de terem sido transmitidas informações financeiras enganosas e imprecisas à Comissão Europeia no que se refere os valores do défice orçamental e da dívida pública.

O trabalho inicia com a explanação dos pressupostos das diferentes abordagens económicas estabelecidas pelas escola clássica e escola neoclássica, designadamente, a escola austríaca, e o contraponto oferecido pela escola keynesiana. Posteriormente, a explanação debruça-se sobre as propostas de política macroeconómica de ambas as escolas em resposta ao ciclo económico recessivo que se verificou nestes países, procedendo-se à confrontação das duas abordagens.

A escolha do tema deve-se ao fascínio pela Economia, em particular pelo estudo da Economia Política relacionada com a União Económica e Monetária da União Europeia, tópico central para estudantes de Ciência Política e Relações Internacionais que se preocupam com a gestão de crises e formulação de políticas económicas. Acresce a relevância do tema para Portugal, um dos países que solicitou um resgate financeiro e aplicou medidas de austeridade significativas para responder à crise económico-financeira.

## 2. Escola Austríaca

A escola austríaca tem as suas raízes na Áustria do século XIX e nas obras de Carl Menger (1840-1921). Menger, juntamente com Jevons (1885-1832) e Walras (1834-1910), inauguraram a Revolução Marginalista na ciência económica, marco fundamental que substituiu a abordagem clássica com a introdução da teoria da utilidade marginal. Os marginalistas introduzem uma nova compreensão da tomada de decisão económica e formação dos preços, argumentando que a análise económica deve concentrar-se na observação dos custos e benefícios associados as unidades adicionais consideradas na tomada de decisão de produção e consumo (Team, 2021).

A contribuição de Menger para a teoria da utilidade marginal focou-se no valor de uso subjetivo de bens económicos e na natureza hierárquica ou ordinal de como as pessoas atribuem valor a diferentes bens. Adicionalmente, Menger desenvolveu uma teoria sobre a função e origem do dinheiro como um meio de troca para facilitar o comércio (Team, 2021).

Seguindo as ideias de Menger, Eugen von Bohm-Bawerk (1851-1914) aprofundou a teoria económica austríaca ao enfatizar o elemento tempo na atividade económica — toda a atividade económica ocorre em períodos específicos de tempo. Os seus escritos abordaram teorias sobre produção, capital e juros, e foram desenvolvidos, em parte para sustentar as suas críticas abrangentes às teorias económicas marxistas (Team, 2021). Mais tarde, von Mises (1881-1973), discípulo de Bohm-Bawerk, integraria as teorias económicas de Menger e Bohm-Bawerk com as ideias do economista sueco Knut Wicksell (1851-1926) sobre dinheiro, crédito e taxas de juros para criar a Teoria Austríaca do Ciclo Económico (TACE) (Team, 2021). Esta teoria sintetiza os conhecimentos da teoria do capital, da moeda, do crédito e dos juros e da teoria dos preços da escola austríaca para explicar os ciclos recorrentes de expansão e recessão que caracterizam as economias modernas e motivam o domínio da macroeconomia. A TACE é uma das teorias mais conhecidas da escola austríaca, mas amplamente mal compreendida (Team, 2021).

De acordo com a TACE, uma vez que a estrutura produtiva da economia consiste em processos multifacetados que ocorrem ao longo de períodos de tempo variáveis e requerem a utilização de diferentes fatores complementares de capital e de trabalho em diferentes momentos, o êxito ou o fracasso da economia depende fundamentalmente da coordenação da disponibilidade dos tipos de recursos certos, nas quantidades certas e no

momento certo. Um instrumento fundamental neste processo de coordenação é a taxa de juro que, na teoria austríaca, reflete o preço do tempo (Team, 2021).

Uma taxa de juro de mercado ajusta as muitas e variadas preferências dos consumidores por diferentes bens, em vários momentos do tempo, com implicações na multiplicidade de planos dos empresários para se envolverem em processos de produção. Por exemplo, quando uma autoridade monetária, como um banco central, orienta a formação das taxas de juro no mercado (orientando a sua diminuição através de uma política monetária expansionista), quebra esta ligação fundamental entre os planos futuros dos produtores e dos consumidores (Team, 2021). A baixa dos juros desencadeia um *boom* inicial na economia, à medida que os produtores lançam projetos de investimento e os consumidores aumentam o seu consumo atual com base em expectativas de procura e oferta futuras que podem vir a não se concretizar por força de informação imperfeita, excesso de otimismo em períodos de expansão, ou mesmo alteração de políticas económicas. Assim, os novos investimentos do período de expansão podem fracassar por não estarem de acordo com os planos dos consumidores para o consumo futuro, o nível de emprego e de poupança, ou com os planos produtivos de outros empresários para produzir os bens de capital complementares necessários. Desta forma, os recursos que os novos planos de investimento irão requerer em datas futuras poderão não estar disponíveis (Team, 2021).

À medida que esta situação se vai revelando ao longo do tempo, através do aumento dos preços e da escassez de fatores de produção, se os novos investimentos se revelarem não rentáveis, ocorrerão insolvências, quebra de postos de trabalho e eventualmente seguir-se-á uma recessão. Durante a recessão, os investimentos improdutivos serão liquidados à medida que a economia se reajusta para reequilibrar os planos de produção e consumo (Team, 2021).

Assim, para a escola austríaca, a recessão é um processo de cura reconhecidamente doloroso, mas necessário, de correção dos desequilíbrios causados pelo *boom* económico. A duração, profundidade e extensão da recessão podem depender da magnitude da política expansionista inicial e de quaisquer tentativas (em última análise infrutíferas) de atenuar a recessão para apoiar investimentos improdutivos ou evitar os ajustes necessários nos mercados de trabalho, de capitais e financeiros (Team, 2021).

Mises, juntamente com Hayek (1889-1992), é também amplamente reconhecido pela

contestação da viabilidade do planeamento económico racional por governos socialistas (Team, 2021).

Hayek destacou o papel da informação e dos preços na coordenação da atividade económica, e aplicou esses *insights* à teoria dos ciclos económicos de Mises e ao debate sobre o planeamento central.

Apesar das suas importantes contribuições, a Escola Austríaca perdeu influência para as teorias económicas keynesianas e neoclássicas, tanto na academia quanto na política económica governamental, durante meados do século XX. No entanto, no final do século XX e no início do século XXI, crises financeiras trouxeram renovada atenção para a Escola Austríaca, em particular para as suas teorias dos ciclos económicos e críticas ao intervencionismo (Team, 2021).

A escola austríaca também recebeu atenção de alguns políticos e financiadores proeminentes pela aparente confirmação das ideias austríacas por eventos históricos e tendências económicas. A Escola Austríaca é frequentemente citada por ter previsto o colapso da União Soviética e o abandono do comunismo em outros países, bem como pelo seu poder explicativo dos ciclos económicos recorrentes e recessões (Team, 2021). Ainda assim, os economistas ortodoxos mantêm as críticas à Escola Austríaca, que vêm a ser produzidas desde a década de 1950, em face do que consideram ser a sua rejeição à modelação matemática, à econometria e à análise macroeconómica (Team, 2021).

A escola austríaca dá ênfase a ideias macroeconómicas como os mercados livres, a propriedade privada e a intervenção mínima do banco central. Os economistas austríacos defendem o argumento libertário de que a intervenção do Estado na economia é normalmente mais prejudicial do que benéfica (Duggan, 2023). e acreditam que as recessões económicas são causadas por ciclos de crédito desencadeados quando os bancos centrais mantêm as taxas de juro demasiado baixas durante demasiado tempo, numa tentativa de estimular o crescimento económico. Argumentam que a política monetária destinada a estimular cria ineficiência económica, desperdiçando recursos e sacrificando a estabilidade económica a longo prazo em prol do crescimento económico a curto prazo (Duggan, 2023).

Em geral, a escola austríaca é crítica em relação à utilização de moeda fiduciária e prefere que a moeda seja apoiada por reservas de ouro ou qualquer outra forma de recurso tangível. Consideram que a utilização de moeda fiduciária inconvertível incentiva os

governos a desvalorizarem as moedas, a destruírem as poupanças e a criarem inflação (Duggan, 2023). Acreditam que a manutenção de mercados livres e a proteção da oferta de moeda são fundamentais para garantir o progresso social e a liberdade civil (Duggan, 2023).

### 3. Escola Keynesiana

Keynes (1883-1946) foi um economista britânico do início do século XX, mais conhecido como o fundador da escola keynesiana e o pai da macroeconomia moderna (Chen, 2024). Na sua obra principal, "A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda" — considerada um dos livros de economia mais influentes da história — Keynes defendeu a intervenção governamental como solução para um elevado nível de desemprego (Chen, 2024).

O pai de Keynes era um defensor da economia *laissez-faire*, uma filosofia económica do capitalismo de livre mercado que se opõe à intervenção governamental. O próprio Keynes era um crente convencional nos princípios do livre mercado (e um investidor ativo no mercado de ações) durante o seu tempo em Cambridge (Chen, 2024). No entanto, na sequência da crise da bolsa de valores de 1929 e da Grande Depressão, Keynes reconheceu a necessidade de reformulação do capitalismo de livre mercado irrestrito, por forma a melhorar o seu funcionamento e também para superar sistemas como o comunismo (Chen, 2024).

Keynes passou a defender a intervenção do governo para combater o desemprego e corrigir a recessões económicas. Em particular, argumentou que os aumentos dos gastos do governo eram necessários para diminuir o desemprego, mesmo que isso significasse déficits orçamentais (Chen, 2024).

A Grande Depressão na década de 1930 foi determinante para as teorias keynesianas e levou à adoção generalizada de várias das suas propostas de política macroeconómica (Chen, 2024).

Para fazer face à crise nos EUA, o Presidente Roosevelt promulgou o New Deal, uma série de programas governamentais que refletiam diretamente o princípio keynesiano de que mesmo um sistema capitalista de livre iniciativa exige alguma supervisão estatal (Chen, 2024). Com efeito, com o New Deal, o governo dos EUA interveio para estimular a economia nacional numa escala sem precedentes, incluindo a criação de várias novas agências destinadas a dar emprego aos desempregados e a estabilizar o preço dos bens de consumo (Chen, 2024). Roosevelt também adotou a política keynesiana de aumentar a despesa do défice para estimular a procura, incluindo programas de habitação pública, limpeza de bairros degradados, construção de caminhos-de-ferro e outras obras públicas maciças (Chen, 2024).

As teorias de Keynes centram-se na ideia de que os governos devem desempenhar um

papel ativo nas economias dos seus países, em vez de deixarem o mercado funcionar livremente. Mais concretamente, Keynes defendia a despesa pública enquanto substituto de uma despesa privada insuficiente, por forma a atenuar a duração e gravidade das recessões nos ciclos económicos (Chen, 2024).

O princípio mais básico da economia keynesiana, contrário ao pensamento da época, é que é a procura - e não a oferta - a força motriz de uma economia. Uma vez que a procura agregada - composta pelo consumo de bens e serviços pelas famílias, empresas, e pelo governo e pelas exportações líquidas - impulsiona a oferta e o emprego, a despesa total determina todos os resultados económicos, desde a produção de bens até à taxa de emprego (Chen, 2024). Se a procura agregada for insuficiente, podem surgir recessões, recomendando-se políticas expansionistas para ajustar a procura agregada e estabilizar a economia. Assim, a melhor forma de tirar uma economia de uma recessão consiste no aumento da despesa pública, injetando capital na economia. Em suma, o consumo (despesa) é a chave para a recuperação económica (Chen, 2024). A procura é tão importante que, mesmo que um governo tenha de se endividar para gastar, deverá fazê-lo, desde que de forma moderada e anti cíclica, por forma a estimular a procura por parte dos consumidores, e a partir daí, a produção e o emprego (Chen, 2024).

Embora amplamente adotada após a Segunda Guerra Mundial, a economia keynesiana tem sido alvo de muitas críticas desde que as ideias foram introduzidas pela primeira vez na década de 1930 (Chen, 2024).

Uma das principais críticas prende-se com o conceito de *grande governo*, i.e., a preocupação sobre se a expansão das iniciativas estatais e participação ativa na economia conduz a aumento de custos indesejáveis, aumentos de ineficiência e redução de iniciativa individual. Teóricos económicos rivais, como os da Escola de Economia de Chicago, criticam a abordagem keynesiana, argumentam da seguinte forma: as recessões e os *booms* económicos fazem parte da ordem natural dos ciclos económicos; a intervenção direta do governo só piora o processo de recuperação; e a despesa federal desencoraja o investimento privado (Chen, 2024).

Friedman (1912-2006), influente economista americano conhecido pela sua defesa do capitalismo de mercado livre, constituiu um dos maiores críticos de Keynes. Em particular, Friedman defendeu o monetarismo, teoria económica que refutava partes importantes da economia keynesiana (Chen, 2024).

Keynes defendia que a política orçamental - políticas orçamentais assentes sobretudo na despesa pública - é mais importante do que a política monetária - controlo da oferta global de moeda disponível - para influenciar as condições económicas. Contrariamente, Friedman defendia que os governos podiam promover a estabilidade económica, fixando como objetivo a taxa de crescimento da massa monetária. Keynes acreditava que um governo intervencionista poderia moderar as recessões utilizando a política orçamental para sustentar a procura agregada, estimular o consumo e reduzir o desemprego. Friedman criticava a despesa pública e criação de déficits e defendia um regresso ao mercado livre, incluindo um governo mais pequeno e a desregulamentação na maioria das áreas da economia, complementado por um aumento constante da oferta de moeda (Chen, 2024). Em suma, Friedman e os economistas monetaristas defendiam o controlo da moeda na economia, enquanto os economistas keynesianos argumentavam em favor da operacionalização da despesa pública (Chen, 2024).

Os economistas keynesianos acreditam que um mercado livre pode produzir períodos de procura inadequada que podem levar a períodos prolongados de desemprego elevado. Durante uma recessão, a confiança dos consumidores diminui e as despesas discricionárias caem a pique, o que agrava o problema. A procura de produtos e serviços diminui, o que leva as empresas a reduzir os seus investimentos e a enfraquecer ainda mais a economia (Duggan, 2023). De acordo com a economia keynesiana, é papel do governo intervir durante esses períodos para modificar a política monetária e estimular a economia para manter a estabilidade (Duggan, 2023).

Os economistas keynesianos argumentam que a maximização do emprego deve ter prioridade sobre a minimização da inflação. A ideia de que o governo deve expandir a oferta de moeda durante as recessões económicas é conhecida como política orçamental expansionista, e pode implicar que o governo implemente subsídios, aumente os direitos sociais ou reduza os impostos para aumentar o poder de compra dos seus cidadãos. Os governos também podem reduzir o desemprego contratando novos funcionários públicos ou empreiteiros (Duggan, 2023).

## **4. Abordagem das Duas Escolas ao Ciclo Recessivo**

### **4.1. Escola Austríaca**

A Escola Austríaca sustenta que os ciclos económicos são causados pela distorção nas taxas de juros devido à tentativa do banco central de controlar o dinheiro. A má alocação de capital acontece se as taxas de juros forem mantidas artificialmente baixas ou altas em resultado da intervenção do banco central. O resultado esperado de uma política expansionista será, em última instância, uma recessão (Hall, 2024), consequência de trabalho e investimento empregados em indústrias inapropriadas (como construção e remodelação durante a crise financeira de 2008) e que precisam de ser redistribuídos para fins economicamente viáveis. O ajuste económico de curto prazo que é conseguido fará com que o investimento real caia e o desemprego aumente no longo prazo (Hall, 2024). Ademais, se o banco central tentar contornar a recessão reduzindo ainda mais as taxas de juro, de acordo com os teóricos austríacos, essa atuação macroeconómica só causaria mais investimentos errados e agravaria a recessão no longo prazo (Hall, 2024).

Assim, de acordo com a abordagem da Escola Austríaca, a recessão e o *boom* fazem parte da ordem natural dos ciclos económicos e a intervenção do banco central só piora o processo de recuperação (Sarwat Jahan, 2014). Uma economia alcança o pleno emprego no longo prazo sem a interferência estatal e/ou do banco central.

### **4.2. Escola Keynesiana**

Keynes argumentou que uma procura agregada insuficiente poderá levar a períodos prolongados de alto desemprego. A produção de bens e serviços de uma economia corresponde à soma de quatro agregados: consumo das famílias, investimento das empresas, gastos governamentais e exportações líquidas. Qualquer aumento na procura agregada resulta do aumento de uma dessas componentes de despesa (Sarwat Jahan, 2014).

Durante uma recessão verifica-se o amortecimento da procura agregada, à medida que as despesas dos agentes diminuem, em resultado da quebra de rendimento e também da incerteza quanto ao futuro. Por exemplo, durante crises económicas, a incerteza geralmente corrói a confiança do consumidor, fazendo com que reduzam os seus gastos. Essa redução de despesa dos consumidores pode resultar em menor despesa de investimento pelas empresas, já que estas responderão a uma procura enfraquecida pelos seus produtos. Assim, há necessidade de promover a oferta agregada pela via do

investimento público, pelo que, de acordo com a abordagem keynesiana, a intervenção estatal é necessária enquanto política anti cíclica, em situações de recessão na atividade económica (Sarwat Jahan, 2014).

## 5. Crise do Subprime

A crise da bolha das empresas de tecnologia no início dos anos 2000 (crise dot-com), conduziu o *Federal Reserve* dos EUA (Fed) a uma redução consistente das taxas de juros para estimular a economia, política monetária expansionista que contribuiu para um crescimento muito significativo do crédito imobiliário, muitas vezes assente em empréstimos *subprime*, criando as condições para outra crise financeira. A partir de 2004, e ao longo de um período de dois anos (junho de 2004 a junho de 2006), o Fed aumentou a taxa dos fundos federais de 1,25 para 5,25 por cento, resultando inevitavelmente num aumento dos incumprimentos por parte dos mutuários de créditos de alto risco que detinham hipotecas de taxa ajustável. Em parte, devido ao aumento dos juros, mas também porque o mercado imobiliário tinha atingido um ponto de saturação, as vendas de casas e, conseqüentemente, os preços das casas, começaram a cair em 2005. Muitos detentores de créditos hipotecários *subprime* não conseguiram refinarçar-se nem a venda das suas casas, seja pela procura insuficiente num mercado em queda, seja porque muitos detentores de créditos hipotecários detinham dívidas agora superiores ao valor das suas casas. À medida que cada vez mais mutuários *subprime* entravam em incumprimento e os preços das casas continuavam a cair, os títulos hipotecários baseados em hipotecas *subprime* perdiam valor, com impactos para os bancos e empresas de investimento. Adicionalmente, uma vez que títulos gerados pelo mercado imobiliário dos EUA também tinham sido transacionados noutros países (nomeadamente na Europa Ocidental), muitos dos quais a vivenciar as suas próprias bolhas imobiliárias, rapidamente se tornou evidente que os problemas nos EUA teriam implicações globais, embora a maioria dos especialistas insistisse que os problemas não eram tão graves como pareciam e que os danos nos mercados financeiros poderiam ser contidos (Duignan, 2024).

Em 2007, o declínio acentuado do valor dos títulos causou grandes perdas em bancos, fundos e diversos credores hipotecários, obrigando muitas instituições financeiras a recorrerem ao governo para obter empréstimos, a procurar fusões com empresas mais saudáveis ou a declarar insolvência (Duignan, 2024).

Mesmo as empresas que não foram imediatamente atingidas, vieram a sofrer perdas na ordem dos milhares de milhões de dólares, uma vez que os títulos em que tinham investido passaram a ser desvalorizados pelas agências de notação de crédito, tornando-se ativos "tóxicos". Em abril de 2007, por exemplo, a New Century Financial Corp, um dos maiores credores de crédito de alto risco, declarou insolvência e, pouco depois,

muitos outros credores de crédito de alto risco cessaram as suas atividades. Uma vez que já não podiam financiar os empréstimos *subprime* através da venda de títulos, os bancos deixaram de emprestar aos clientes *subprime*, provocando um declínio ainda maior nas vendas (e nos preços) das casas, desencorajando a compra de casa, mesmo entre os consumidores com notações de crédito de primeira linha, e deprimindo ainda mais o mercado imobiliário. Em agosto do mesmo ano, o maior banco francês, o BNP Paribas, anunciou perdas de milhares de milhões de dólares, e outra grande empresa americana, a American Home Mortgage Investment Corp, declarou insolvência (Duignan, 2024).

Mais tarde, em setembro de 2008, o banco de investimento Lehman Brothers, com 168 anos e 639 mil milhões de dólares em ativos, declarou a maior insolvência da história dos EUA, o que criou uma turbulência duradoura nos mercados financeiros de todo o mundo, enfraqueceu gravemente os bancos que lhe tinham emprestado dinheiro e fomentou uma nova incerteza e desconfiança entre bancos, levando-os a reduzir ainda mais os empréstimos interbancários (Duignan, 2024).

## **6. Recessão da Zona-Euro**

Os primeiros sinais de crise financeira surgiram em 2007 nos EUA. Com origem no sector imobiliário e impulsionada por múltiplos fatores, como o crédito barato, as baixas taxas de juro, os empréstimos *subprime*, a engenharia financeira imprudente e a alavancagem excessiva das instituições financeiras, a crise foi também causada por falhas regulamentares anteriores, como a incapacidade de controlar os desequilíbrios económicos e a incapacidade de exercer uma supervisão adequada das instituições financeiras (Szczepanski, 2019).

O colapso do Lehman Brothers, em 2008, deu início a uma reação em cadeia caracterizada pelo pânico nos mercados e pela falta de confiança, que travou a concessão de empréstimos. Este colapso do sector financeiro americano lançou o país e, posteriormente, a economia mundial na pior recessão em mais de seis décadas. A interconetividade do sistema financeiro mundial desempenhou um papel fundamental. Os bancos europeus, fortemente envolvidos na titularização de créditos hipotecários de alto risco nos Estados Unidos, registaram perdas quase tão pesadas como os bancos americanos e desempenharam um papel fundamental na transmissão da crise à UE. Os bancos de ambos os lados do Atlântico utilizavam modelos de negócio semelhantes, que abarcavam o *subprime*, e enfrentavam as mesmas condições financeiras problemáticas, caracterizadas por uma grave subcapitalização e liquidez insuficiente (Szczepanski, 2019).

Tecnicamente, a recessão começou no primeiro trimestre de 2009. Os empréstimos interbancários secaram e os bancos começaram a fechar linhas de crédito, travando a concessão de empréstimos à economia e iniciando um efeito de bola de neve negativo. O endurecimento dos critérios de concessão de crédito foi acompanhado por uma diminuição da riqueza das famílias (devido, em particular, à queda dos preços de ativos como as ações e o imobiliário). O investimento e a procura na economia caíram a pique e a poupança tornou-se a opção preferida para enfrentar as condições macroeconómicas desfavoráveis (Szczepanski, 2019).

### **6.1. Principais Respostas**

Em retrospectiva, a União Europeia tomou medidas extraordinárias para evitar a repetição de uma crise ainda maior do que a da década de 1930. Foram empreendidos três tipos principais de ações: a nível da União Europeia, a nível dos bancos centrais e a nível

governamental. Em 2009, a União Europeia lançou um grande pacote de estímulo denominado Plano de Relançamento da Economia Europeia (PREE). O Banco Central Europeu tomou medidas para apoiar a liquidez do sector bancário e responder às necessidades de financiamento dos bancos. Os governos também apoiaram o sistema financeiro, aumentando os limites máximos de seguro dos depósitos, fornecendo garantias para os passivos bancários e recapitalizando os bancos objeto de resgate ou liquidação. Adicionalmente, adotaram políticas orçamentais expansionistas anti cíclicas para reduzir as consequências da crise para o resto da economia. Esta situação traduziu-se numa combinação de "estabilizadores automáticos" (com correspondência em diminuição das receitas fiscais associada a um aumento das prestações sociais do Estado à medida que a economia abrande) e de medidas orçamentais discricionárias específicas, tais como investimentos públicos adicionais, reduções fiscais e subsídios ao emprego a tempo parcial. Estas ações conduziram a uma escalada dramática da dívida pública (Szczepanski, 2019).

## 7. Crise das Dívidas Soberanas

A crise das dívidas soberanas europeias foi precipitada pela combinação de políticas de estímulo fiscal adotadas na sequência da crise do *subprime* de 2008, que resultaram em aumentos significativos dos déficits orçamentários e, conseqüentemente, nos níveis de endividamento público. Esses pacotes de estímulo, embora necessários para mitigar os efeitos da recessão, geraram desconfiança nos mercados financeiros quanto à sustentabilidade fiscal de vários países europeus, particularmente aqueles com economias mais frágeis. A situação foi agravada pelos resgates bancários que vincularam ainda mais as finanças públicas à saúde do setor bancário, elevando a dívida soberana. A reação negativa das agências de rating, que rebaixaram as notas de crédito de vários países, aumentou os custos de financiamento e intensificou a crise. Além disso, a resposta inadequada da estrutura da zona do euro, que limitou a capacidade dos países de ajustar suas políticas monetárias de forma independente, exacerbou a crise ao dificultar a gestão fiscal e econômica dos países mais afetados, levando à necessidade de resgates internacionais e à implementação de políticas de austeridade em diversas economias europeias (Szczepanski, 2019).

A crise das dívidas soberanas europeia esteve interligada à crise financeira de 2007-2009, exercendo uma forte pressão sobre a área do euro ao colocar o sector financeiro sob pressão. Como resultado, alguns Estados-Membros foram forçados a solicitar assistência financeira da UE, da zona euro e do FMI. Enquanto a economia dos EUA mostrou sinais de recuperação com relativa rapidez, impulsionada por políticas fiscais e monetárias agressivas, incluindo pacotes de estímulo e uma política monetária acomodatória, na área do euro a recuperação foi mais lenta e difícil, devido à segunda crise das dívidas soberanas (Szczepanski, 2019).

Os problemas foram agravados pelos desequilíbrios macroeconómicos acumulados em vários Estados-Membros. Por um lado, o abrandamento da atividade económica conduzia a uma diminuição das receitas fiscais, tornando insustentáveis os elevados défices orçamentais. Por outro lado, as taxas de rendibilidade das obrigações exigidas pelos investidores, que avaliavam os riscos e os *spreads* dos *swaps* de risco de incumprimento, eram demasiado elevadas para serem financiadas pelos próprios países. Neste contexto, a crise das dívidas soberanas é precipitada aquando da revelação da subavaliação do défice e dívida pública gregos, em 2009. Seguiu-se um efeito de dominó devido à perda maciça de confiança dos mercados financeiros na fiabilidade creditícia de vários outros

Estados-Membros. Irlanda e Espanha foram alvo de escrutínio devido aos efeitos negativos causados pelo rebentamento de bolhas imobiliárias e pelo aumento da dívida pública utilizada para salvar os bancos, Portugal devido a crescentes desequilíbrios macroeconómicos e fragilidade da sua economia e Chipre na sequência de uma profunda crise bancária (Szczepanski, 2019).

Em retrospectiva, a crise das dívidas soberanas surpreendeu a UE e os Estados-Membros. Sem mecanismos eficazes de resolução de crises e sem recursos orçamentais disponíveis para resgatar os bancos em dificuldades e estimular a economia, a situação deteriorou-se rapidamente (Szczepanski, 2019).

## 8. Resgate Financeiro de Chipre, Irlanda e Portugal

Os fundadores da União Económica e Monetária (UEM) procuraram explicitamente limitar o potencial de emissão excessiva de dívida, suscetível de ameaçar a estabilidade da UEM. Para tanto, implementaram regras orçamentais rigorosas, vertidas no Pacto de Estabilidade e Crescimento, limitando o défice orçamental anual dos países membros a 3% do PIB e a dívida pública a 60% do PIB. Adicionalmente, artigo 125.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), frequentemente designado por cláusula de não resgate (*no-bailing out clause*), impede que a União Europeia ou dos Estados-Membros se responsabilizem pelos compromissos financeiros de outro Estado-Membro e proíbe o financiamento direto dos défices públicos pelos bancos centrais, de forma a evitar que os países acumulem dívidas públicas excessivas na expectativa de serem resgatados por outros países ou pela UE (Pierre-Olivier Gourinchas, 2023).

É claro que a assistência a países altamente endividados poderia ainda ser prestada através da monetização da dívida (emissão de dinheiro pelo banco central para compra de títulos da dívida pública). Nesse caso, os benefícios e os custos da inflação daí resultante seriam suportados por todos os Estados Membros, mas a sua distribuição não seria uniforme. Uma inflação mais elevada reduz o valor real (ajustado pela inflação) *ex-post* da dívida para todos os Estados-Membros, mas beneficia de forma desproporcionada países altamente endividados. Os custos da inflação são distribuídos de forma mais uniforme, já que o aumento de custo de vida, perda de poder de compra e desvalorização das poupanças ocorre para todos os Estados-membros, independentemente do nível de dívida. O artigo 123.º do TFUE procurou resolver este problema, proibindo expressamente o BCE e os bancos centrais dos Estados Membros de comprar diretamente títulos de dívida pública dos países membros (Pierre-Olivier Gourinchas, 2023), incentivando assim a disciplina fiscal e impedindo a monetização da dívida, que poderia conduzir a inflação descontrolada.

No entanto, embora a compra direta de dívida seja proibida, o mesmo Tratado permite outros tipos de assistência financeira (*ex-post*). Por exemplo, o artigo 122.º do TFUE permite que a União Europeia ou outros Estados-Membros prestem assistência a outros membros em circunstâncias excecionais. De facto, em vários momentos da crise das dívidas soberanas da zona euro, a Grécia, a Irlanda, Portugal, Espanha e Chipre perderam o acesso ao mercado e tiveram de pedir o apoio de outros membros da zona euro para evitar um incumprimento ou o colapso do sector bancário nacional. Este apoio financeiro

foi prestado principalmente através da criação do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), que funcionou entre 2010 e 2013, e do seu sucessor, o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), instituição financeira mandatada para prestar assistência financeira quando a estabilidade da zona euro no seu todo e a dos seus Estados-Membros se encontra ameaçada (Pierre-Olivier Gourinchas, 2023).

A assistência financeira aos países em dificuldades da zona euro, designadamente a Portugal, foi prestada por um grupo tripartido constituído pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), a Comissão Europeia (CE) e o Banco Central Europeu (BCE), comumente designado por "Troika". A CE prestou apoio financeiro através de diferentes instituições de crédito, incluindo o Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (MEEF), o FEEF e o MEE (Pierre-Olivier Gourinchas, 2023).

Uma vez que os países em crise eram todos de elevado rendimento, os empréstimos do FMI foram concedidos através de acordos *standby* não concessionais ou de mecanismos alargados do Fundo, e esses empréstimos foram sujeitos a reformas estruturais e à condicionalidade macroeconómica. Os empréstimos eram de médio prazo, com maturidades máximas até 10 anos. No acesso normal, o montante máximo que os países puderam pedir emprestado dependeu da sua quota no FMI. Foi também concedido um acesso excepcional, que lhes permitiu ultrapassar o limite de endividamento (Pierre-Olivier Gourinchas, 2023).

Relembra-se que no início da crise das dívidas soberanas, a CE dispunha de instrumentos limitados para gerir as crises da dívida na zona euro. Em junho de 2010, a CE criou o FEEF, que prestaria apoio à Grécia, à Irlanda e a Portugal. Em 2011, a CE criou ainda o MEEF, que prestou assistência à Irlanda e a Portugal. Por último, em setembro de 2012, foi criado o MEE, um mecanismo permanente para substituir o FEEF e continuar a prestar apoio à Grécia, Espanha e Chipre. Em todos os programas da CE recorre-se normalmente a um regime de reempréstimo, de acordo com o qual o mutuante contrai empréstimos nos mercados financeiros e estende o fundo ao país em dificuldades (Pierre-Olivier Gourinchas, 2023).

O "Plano Draghi" e a cláusula de não-resgate ("no-bailout clause") da União Económica e Monetária (UEM) estão inter-relacionados de maneira complexa. Vamos analisar como eles se articulam:

Assinala-se também que o Plano Draghi, correspondente a um programa de compras de

títulos pelo BCE no mercado secundário, por forma a reduzir a crise de confiança e estabilizar os mercados, operou dentro dos limites estabelecidos pela cláusula de não-resgate. Através do Plano Draghi, o BCE ajudava a estabilizar os mercados e a reduzir os custos de financiamento dos países em dificuldade, sem financiar diretamente os déficits públicos. A ajuda direta aos países em dificuldades, era estabelecida através dos mecanismos de assistência financeira respeitando as regras da União Europeia sobre a não-assunção de dívidas.

## **8.1. Chipre**

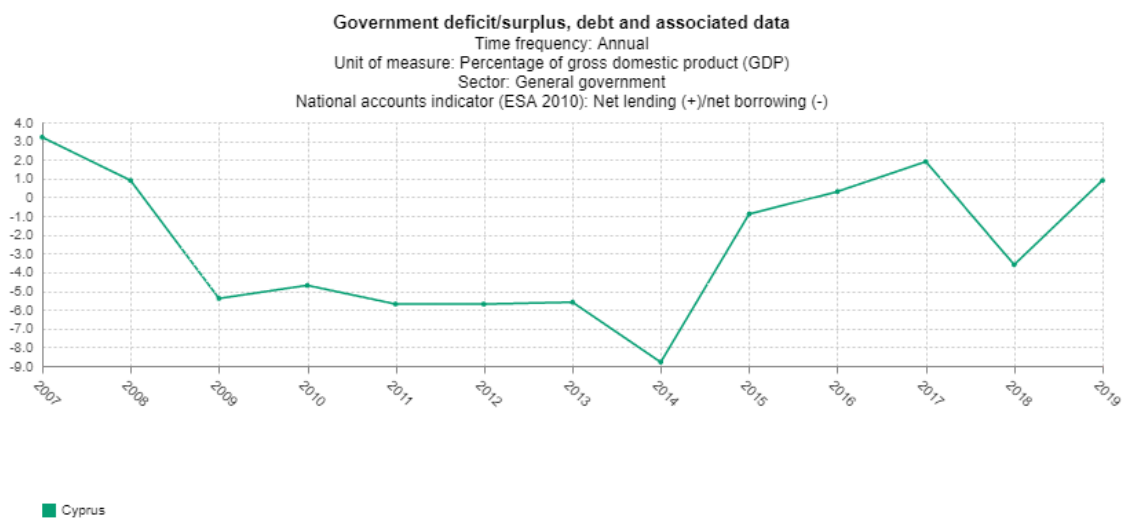
No rescaldo da crise financeira mundial, Chipre começou a sofrer uma crise de confiança, associada à fragilidade do seu sector bancário de grande dimensão e a desequilíbrios externos e internos consideráveis (IMF, 2019a).

Em 2013, Chipre solicitou ao FMI um acordo de empréstimo de três anos no valor de cerca de dez mil milhões de euros com dois objetivos: colocar o sector bancário numa base sólida e fazer regressar as finanças públicas a uma trajetória sustentável. As medidas tomadas para enfrentar a crise incluíram a reestruturação dos bancos e a aplicação de medidas de consolidação orçamental. O acordo com o FMI fez parte de um pacote de financiamento combinado com o MEE (IMF, 2019a).

A prioridade imediata foi a de estabilização do sector bancário, para o que se procedeu à recapitalização dos bancos e reposição da liquidez. Paralelamente, foram tomadas medidas decisivas para reestruturar os bancos mais fragilizados. Novas regras em matéria de execução de hipotecas e insolvência procuraram incentivar os bancos e os mutuários a encontrar soluções viáveis para os empréstimos não pagos. A supervisão e a regulamentação dos bancos foram reforçadas. Apesar de subsistirem desafios no final do acordo, registaram-se grandes progressos no restabelecimento da estabilidade (IMF, 2019a).

As autoridades cipriotas procederam igualmente a um forte ajustamento orçamental em circunstâncias económicas difíceis. A despesa pública global foi reduzida, e em paralelo foram envidados esforços para proteger os mais vulneráveis através de um programa de apoio ao rendimento direcionado. Chipre introduziu igualmente legislação para modernizar o processo orçamental, reforçar a responsabilização pelas despesas públicas e estabelecer um planeamento orçamental a médio prazo. A cobrança de impostos foi tornada mais eficaz e equitativa (IMF, 2019a).

Chipre recuperou o acesso aos mercados financeiros internacionais apenas 16 meses após a crise e, desde então, conseguiu emitir dívida em condições favoráveis várias vezes. A economia regressou a uma trajetória de crescimento e o sistema bancário a uma base mais sólida. O crescimento regressou mais cedo do que o previsto e o desemprego começou a diminuir. Embora a crise tenha afetado o erário público, os saldos orçamentais registaram excedentes (ver Figura 1), o que contribuiu para que a dívida pública diminuísse rapidamente (ainda que mantendo-se num nível muito elevado) e permitiu o seu reembolso mais cedo do que o previsto (ver Figura 2). Graças a este bom desempenho, Chipre terminou o seu programa de resgate do FMI antes do prazo (IMF, 2019a).



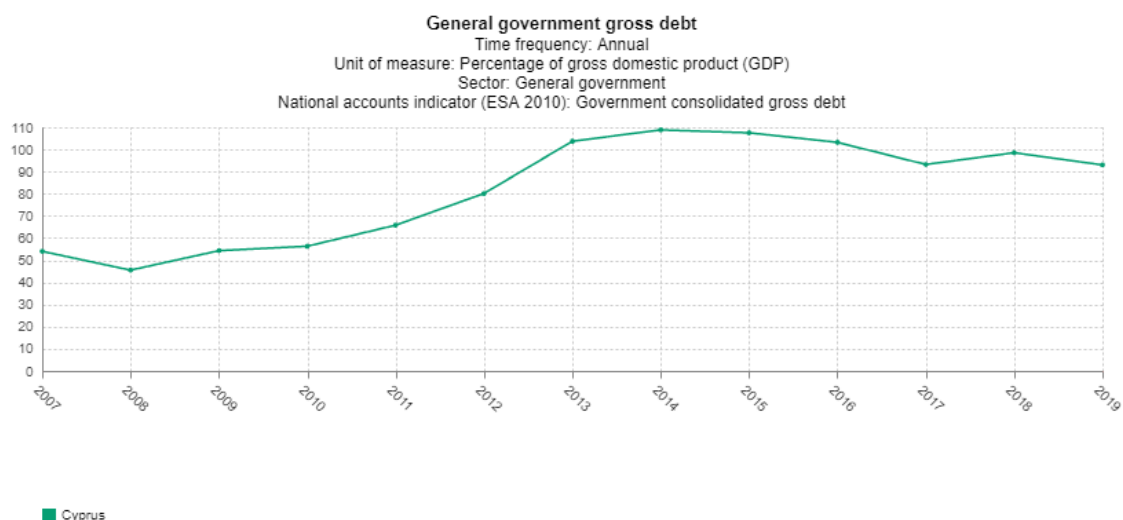
Source of data: Eurostat (online data code: gov\_10dd\_edpt1)  
Last update: 22/04/2024 11:00

This graph has been created automatically by ESTAT/EC software according to external user specifications for which ESTAT/EC is not responsible.  
General disclaimer of the EC website: [https://ec.europa.eu/info/legal-notice\\_en.html](https://ec.europa.eu/info/legal-notice_en.html)

eurostat

Figura 1 - Deficit/Surplus Orçamental Chipre 2007-2019

## Análise Comparativa das Abordagens Austríaca e Keynesiana em Resposta ao Ciclo Recessivo Pós-Subprime: Estudo de Chipre, Irlanda e Portugal nos Períodos de Resgate



Source of data: Eurostat (online data code: sdg\_17\_40)  
Last update: 22/04/2024 11:00

This graph has been created automatically by ESTAT/EC software according to external user specifications for which ESTAT/EC is not responsible.  
General disclaimer of the EC website: [https://ec.europa.eu/info/legal-notice\\_en.html](https://ec.europa.eu/info/legal-notice_en.html)

eurostat 

Figura 2 - Dívida Pública Chipre 2007-2019

### 8.2. Irlanda

Nas duas décadas que terminaram em 2007, a Irlanda passou de um dos países mais pobres da UE para um dos mais prósperos. Política fiscal atrativa, salários moderados e uma força de trabalho jovem e bem qualificada atraíram grandes empresas que viram na Irlanda uma plataforma para a exportação de produtos manufaturados para o resto da Europa. O crescimento económico atingiu uma média de mais de 6% ao ano (IMF, 2019b).

Mas o crescimento económico prolongado também criou complacência entre investidores estrangeiros, bancos e reguladores. O aumento dos rendimentos e o crédito barato incentivaram empréstimos massivos para o setor imobiliário fizeram com que os ativos dos bancos quintuplicassem o PIB da Irlanda. Esse contexto de especulação e alavancagem financeira alimentou uma bolha imobiliária e acentuaram as fragilidades financeiras e económicas da economia irlandesa (IMF, 2019b).

O *boom* económico esgotou-se em 2007, numa altura em que a fragilidade da economia mundial começava a surgir. "Foi uma combinação perfeita de uma crise fiscal, que era bastante profunda, com as crises financeiras interna e mundial", afirmou Derek Moran,

secretário-geral do Ministério das Finanças da Irlanda desde 2014 (IMF, 2019b).

A liquidez dos investidores estrangeiros esgotou-se e as perdas bancárias com os empréstimos imobiliários aumentaram. Quando a bolha imobiliária rebentou, o sector da construção entrou em colapso, atingindo uma parte significativa da economia. Em apenas dois anos as receitas fiscais caíram 20% e o défice orçamental disparou (ver Figura 3). Em 2008, o Governo irlandês garantiu os passivos dos seis principais bancos do país e nos dois anos que se seguiram, injetou o equivalente a 30% do PIB no sector. Nos últimos quatro meses de 2010, 60 mil milhões de euros, ou seja, mais de um terço do PIB, saíram da Irlanda. O desemprego disparou para 15% (IMF, 2019b).

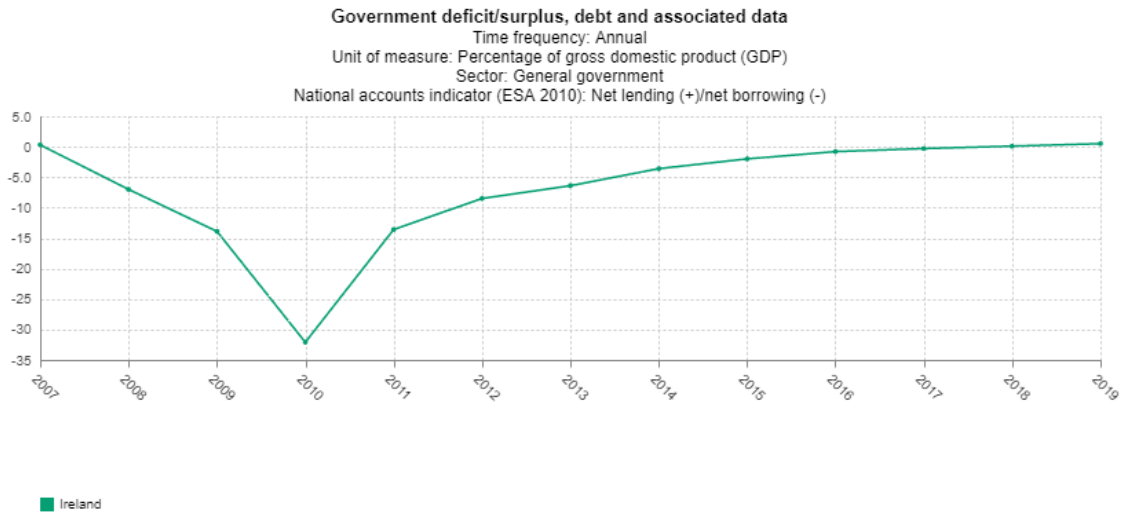
Neste contexto, em novembro de 2010, o governo irlandês pediu ajuda ao FMI e à União Europeia, que, em conjunto, concederam empréstimos no valor total de 67,5 mil milhões de euros - o equivalente a 40% da economia irlandesa. Por recomendação do FMI, os bancos foram fundidos, o pessoal foi reduzido e, ao longo do tempo, os ativos foram alinhados mais estreitamente com os depósitos. O FMI trouxe peritos da Noruega e dos Estados Unidos para aconselharem sobre a modificação dos empréstimos e trabalharem com os mutuários que tinham as suas hipotecas em atraso (IMF, 2019b).

A segunda tarefa dirigiu-se às finanças públicas do país, com o estabelecimento de um plano para reduzir o défice orçamental em três anos. Este plano incluía aumentos do imposto sobre o valor acrescentado e dos impostos sobre o carbono e sobre os veículos automóveis, a introdução de um imposto suplementar sobre o rendimento das pessoas singulares, cortes na função pública e poupanças nas despesas de capital. No seu conjunto, estas medidas representaram 8% do PIB (IMF, 2019b). O apoio da opinião pública para estas medidas foi conseguido, em parte porque a maior parte das despesas sociais foram preservadas, e porque as partes interessadas foram consultadas e envolvidas (IMF, 2019b).

No final do segundo ano do programa, em 2012, a economia irlandesa começou a recuperar, verificando-se a retoma do investimento e a diminuição do desemprego. Deu-se o regresso aos mercados financeiros, os pagamentos em atraso dos bancos diminuíram para metade e os preços das casas em Dublin estabilizaram. Em 2018, a taxa de desemprego descera para menos de 6% (IMF, 2019b).

A Irlanda foi arrastada pela crise financeira mundial, mas os seus problemas eram também internos e a saída da crise exigiu reestruturar os bancos, equilibrar as finanças públicas e

resolver o montante de dívidas incobráveis. O FMI e a União Europeia concederam empréstimos e conselhos, mas o Governo irlandês esteve sempre no lugar do condutor (IMF, 2019b).

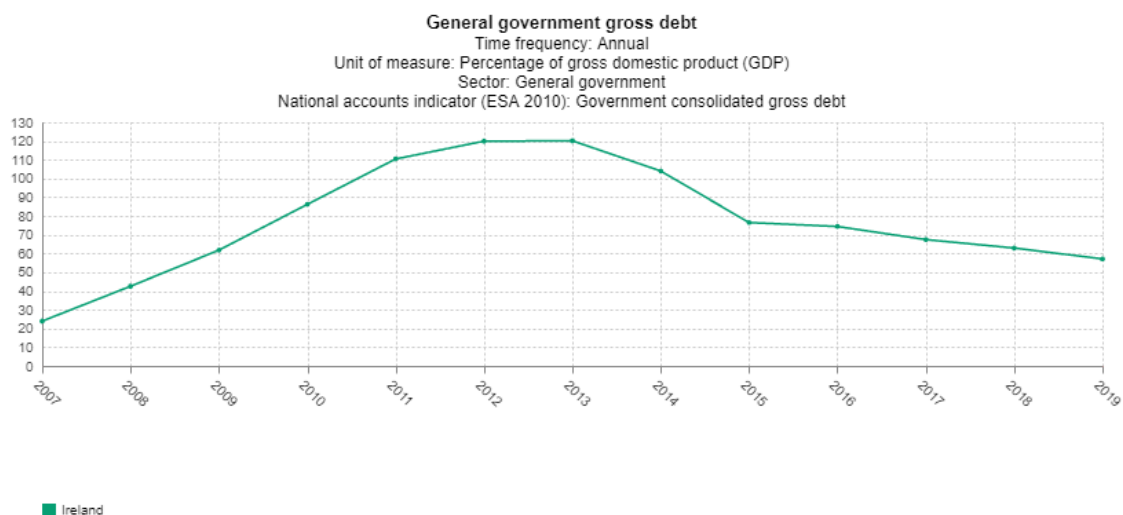


Source of data: Eurostat (online data code: gov\_10dd\_edpt1)  
Last update: 22/04/2024 11:00

This graph has been created automatically by ESTAT/EC software according to external user specifications for which ESTAT/EC is not responsible.  
General disclaimer of the EC website: [https://ec.europa.eu/info/legal-notice\\_en.html](https://ec.europa.eu/info/legal-notice_en.html)

Figura 3 - Deficit/Surplus Orçamental Irlanda 2007-2019

## Análise Comparativa das Abordagens Austríaca e Keynesiana em Resposta ao Ciclo Recessivo Pós-Subprime: Estudo de Chipre, Irlanda e Portugal nos Períodos de Resgate



Source of data: Eurostat (online data code: sdg\_17\_40)  
Last update: 22/04/2024 11:00

This graph has been created automatically by ESTAT/EC software according to external user specifications for which ESTAT/EC is not responsible.  
General disclaimer of the EC website: [https://ec.europa.eu/info/legal-notice\\_en.html](https://ec.europa.eu/info/legal-notice_en.html)

eurostat

Figura 4 - Dívida Pública Irlanda 2007-2019

### 8.3. Portugal

A adoção do euro por Portugal em 1999 possibilitou uma maior integração do país na UE e criou a oportunidade de contrair empréstimos a taxas de juro historicamente baixas (IMF, 2019c). No entanto, o endividamento público e privado aumentou sem a implementação das necessárias reformas estruturais para assegurar a sustentabilidade das finanças públicas e a eficiência económica. A falta dessas reformas tornou o país mais vulnerável a choques económicos e financeiros, o que se tornou especialmente crítico na sequência dos impactos do *subprime*, quando a capacidade de gerir a dívida e manter a estabilidade financeira foi testada. Em 2011, o aumento da dívida revelou-se insustentável (ver Figura 6) e Portugal mergulhou numa crise económica generalizada (IMF, 2019c). O défice orçamental em 2010 aumentou para cerca de 11% do PIB (ver Figura 5); no seu pior momento, o desemprego subiu para 16% em 2013 e os rendimentos das obrigações soberanas portuguesas passaram para os dois dígitos. Na primavera de 2011, Portugal solicitou assistência financeira junto ao FMI e à UE (IMF, 2019c).

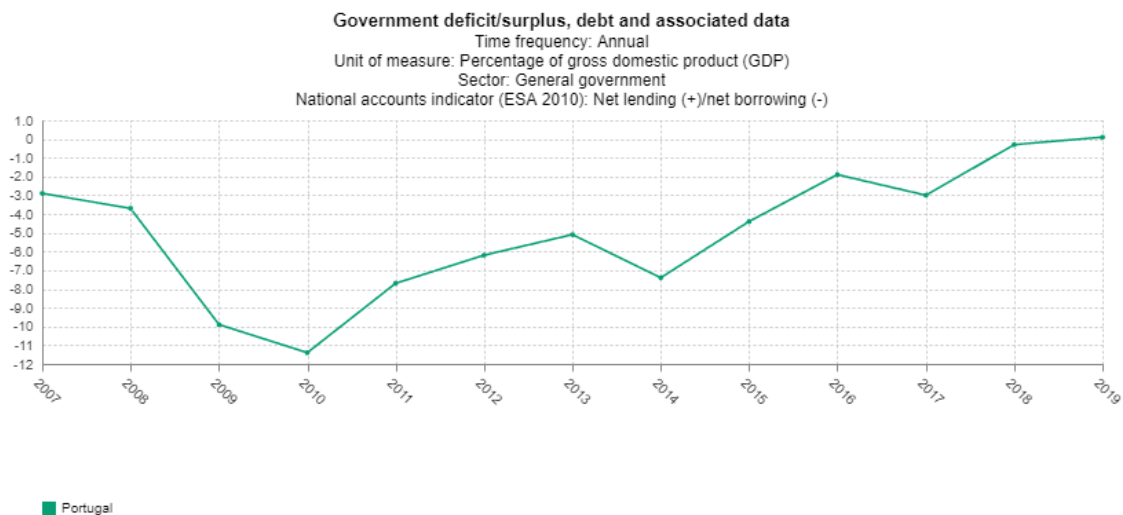
O acordo entre Portugal e os seus parceiros internacionais traduziu-se numa assistência financeira no valor de 78 mil milhões de euros - dos quais um terço foi autorizado pelo

FMI e 12 mil milhões foram alocados especialmente para o setor bancário (IMF, 2019c). No Memorando de Entendimento acordado, o país comprometeu-se a reduzir progressivamente o seu défice, facilitar a capitalização dos bancos e implementar reformas estruturais. Em particular, procedeu-se à redução da massa salarial do sector público, congelamento e redução nas pensões de reforma, aplicação de contribuições adicionais e mudanças nos critérios de elegibilidade. Outras medidas incluíram a privatização de participações em empresas nacionais de energia e a venda parcial da companhia aérea nacional (IMF, 2019c).

O programa de 2011-14 deu prioridade à coesão social para obter apoio para as medidas, procedendo-se à consulta de sindicatos, grupos empresariais, os partidos da oposição no Parlamento e os parceiros sociais. A implementação do programa deu-se sem interrupções, mesmo após a mudança de governo (IMF, 2019c).

A revitalização do perfil de risco de Portugal nos mercados internacionais reflete a evolução das contas públicas portuguesas: de um défice orçamental de cerca de 11% do PIB, evoluiu-se para um pequeno défice em 2018 (ver Figura 5), e o excedente primário atingiu, no mesmo ano, o seu nível mais elevado desde 1992 (IMF, 2019c). Enquanto as taxas de rendibilidade das obrigações portuguesas atingiram em tempos valores de dois dígitos, a taxa de rendibilidade das obrigações a 10 anos foi, em 2019, de cerca de 1,1%, refletindo em grande medida o resultado das políticas orçamentais (IMF, 2019c). O desemprego situou-se, em 2019, abaixo dos 7% - o seu nível mais baixo desde 2004 (IMF, 2019c)

## Análise Comparativa das Abordagens Austríaca e Keynesiana em Resposta ao Ciclo Recessivo Pós-Subprime: Estudo de Chipre, Irlanda e Portugal nos Períodos de Resgate

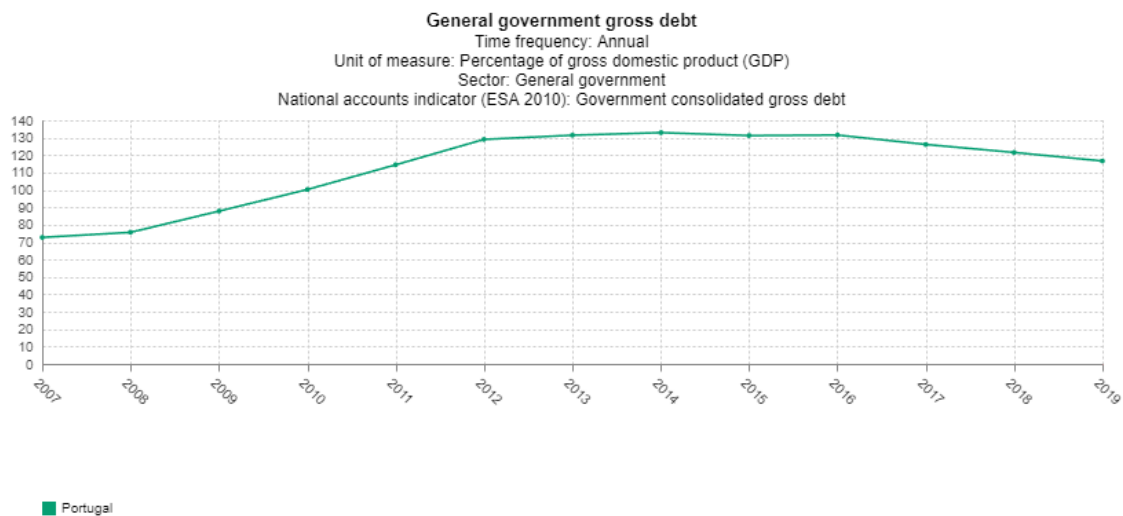


Source of data: Eurostat (online data code: gov\_10dd\_edpt1)  
 Last update: 22/04/2024 11:00

This graph has been created automatically by ESTAT/EC software according to external user specifications for which ESTAT/EC is not responsible.  
 General disclaimer of the EC website: [https://ec.europa.eu/info/legal-notice\\_en.html](https://ec.europa.eu/info/legal-notice_en.html)

eurostat

Figura 5 - Deficit/Surplus Orçamental Portugal 2007-2019



Source of data: Eurostat (online data code: sdg\_17\_40)  
 Last update: 22/04/2024 11:00

This graph has been created automatically by ESTAT/EC software according to external user specifications for which ESTAT/EC is not responsible.  
 General disclaimer of the EC website: [https://ec.europa.eu/info/legal-notice\\_en.html](https://ec.europa.eu/info/legal-notice_en.html)

eurostat

Figura 6 - Dívida Pública Portugal 2007-2019

## **9. Déficit, Dívida e a *Rationale* Austríaca e Keynesiana**

A política orçamental aplicada pelos governos cipriota, irlandês e português aquando do resgate financeiro foi significativamente restritiva, implicando a diminuição dos subsídios e do investimento público e o aumento dos impostos. Tratou-se de uma política orçamental pró-cíclica num ciclo recessivo. Contudo, na sua generalidade, foi capaz de inverter a tendência crescente da evolução dos déficits orçamentais, colocando, os três países na rota de convergência do limite do déficit público (3% PIB): do Chipre, como podemos ver na figura 1; da Irlanda, como evidencia a figura 3; e de Portugal como demonstra a figura 5, das páginas anteriores. No que toca dívida pública, cujo limite é de 60% PIB, não foi possível colocar os três países na rota de convergência, como evidenciam as figuras 2, 4 e 6 das páginas anteriores.

Não se verifica conformidade na atuação de política económica com a escola austríaca, que defende a não intervenção em relação aos ciclos económicos, nem tão pouco com a escola keynesiana, que preconiza a intervenção governamental, mas através da aplicação de uma política orçamental expansionista e contra cíclica durante períodos recessivos, envolvendo o aumento dos subsídios e do investimento público e a diminuição dos impostos.

Após um breve período em que as orientações keynesianas foram seguidas, os governos passaram a adotar políticas orçamentais restritivas e procíclicas, reduzindo os gastos públicos e aumentando impostos, por forma a reduzir déficits orçamentais e controlar o aumento da dívida pública. Assim, a política económica observada não refletiu a abordagem laissez-faire proposta pela escola austríaca, nem a postura keynesiana de intervenção ativa e contra-cíclica, resultando antes numa abordagem contraditória que desconsidera os fundamentos teóricos de ambas as escolas económicas.

## 10. Conclusão

Segundo a abordagem da Escola Austríaca ao ciclo recessivo, o governo e o banco central não devem sustentar indústrias falidas, nem reduzir as taxas de juro, respetivamente, pois essa atuação apenas causará investimentos erróneos e agrava a recessão no longo prazo. De acordo com esta Escola, a recessão faz parte da ordem natural e a intervenção governamental só prejudica o processo de recuperação. Uma economia atinge o pleno emprego no longo prazo sem que haja a intervenção do Estado.

A abordagem keynesiana ao ciclo recessivo argumenta que a intervenção governamental pode e deve ocorrer através de uma política orçamental expansionista, i.e., contra cíclica em relação ao ciclo recessivo. Esta política passa, na sua generalidade, pelo aumento dos subsídios e do investimento público e pela diminuição dos impostos.

Quando vários países da zona-euro entraram em recessão no primeiro trimestre de 2009, em resultado dos *spillovers* da crise do *subprime*, a política orçamental adotada para contornar o ciclo recessivo foi expansionista, ou seja, foram seguidos os pressupostos da escola keynesiana. Contudo a adoção desta política resultou no aumento dos déficits orçamentais e das dívidas públicas em vários Estados-Membros, agravando o ciclo recessivo tal como argumenta a escola austríaca na sua abordagem aos ciclos económicos. Em alguns Estados, o nível da dívida pública e a pressão dos mercados financeiros resultaram em risco de *default*, o que levou países como Chipre, Irlanda e Portugal a serem alvos de um resgate financeiro.

Aquando do resgate, as políticas orçamentais adotadas por estes três países foram marcadamente restritivas, isto é, passaram pelo aumento dos impostos e pela diminuição dos subsídios e do investimento público. Podemos assim dizer que foi aplicada uma política orçamental pró-cíclica em relação ao ciclo recessivo. No entanto, conseguiu inverter a evolução negativa do déficit orçamental, colocando-o acima do limite de -3% PIB nos três países. Já no que refere a dívida pública foi possível estabilizá-la mas permaneceu acima do limite de 60% PIB nos três países.

No que toca a conformidade da política orçamental adotada durante o resgate financeiro a Chipre, Irlanda e Portugal em relação às duas escolas: primeiro, não existe qualquer conformidade com a escola austríaca, que é apologista da não intervenção do governo em qualquer um dos ciclos económicos; segundo, também não existe, tão pouco, alguma conformidade com a escola keynesiana, que é defensora de uma intervenção do governo,

sim, mas através de uma política orçamental expansionista em relação a um ciclo recessivo.

Por fim, pode-se afirmar que tanto a abordagem da escola austríaca como a da escola keynesiana estiveram ausentes durante os resgates financeiros de Chipre, Irlanda e Portugal, o que levanta a questão de por que os políticos não seguiram as recomendações de nenhuma dessas teorias. Assinala-se, contudo, que no início da recessão suscitada pelo *subprime*, a abordagem keynesiana foi seguida, o que envolveu políticas orçamentais expansionistas para estimular a economia. No entanto, essa estratégia resultou num significativo aumento dos défices e da dívida pública, o que obrigou a uma abordagem alternativa: a austeridade. Assim, a mudança para a austeridade pode ter sido uma resposta à necessidade de lidar com as consequências da expansão fiscal anterior, refletindo uma tentativa de equilibrar as finanças públicas.

## 11. Referências Bibliográficas

- Chen, J. (2024). *Who Was John Maynard Keynes & What Is Keynesian Economics?* Obtido em 31 de Julho de 2024, de Investopedia:  
[https://www.investopedia.com/terms/j/john\\_maynard\\_keynes.asp](https://www.investopedia.com/terms/j/john_maynard_keynes.asp)
- Duggan, W. (2023). *Keynesian vs. Austrian Economics: 5 Key Differences*. Obtido em 7 de Setembro de 2024, de U.S.News:  
<https://money.usnews.com/investing/articles/keynesian-economics-vs-austrian-economics>
- Duignan, B. (2024). *Financial crises of 2007-08 | Definition, Causes, Effects & Facts*. Obtido em 1 de Agosto de 2024, de Britannica: <https://www.britannica.com/money/financial-crisis-of-2007-2008>
- Hall, M. (2024). *Austrian School of Economics: Founders, Key Ideas, and Insights*. Obtido em 27 de Julho de 2024, de Investopedia:  
<https://www.investopedia.com/articles/economics/09/austrian-school-of-economics.asp>
- IMF. (2019a). *IMF Lending Case Study: Cyprus*. Obtido em 08 de Agosto de 2024, de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/en/Countries/CYP/cyprus-lending-case-study>
- IMF. (2019b). *IMF Lending Case Study: Ireland*. Obtido em 08 de Agosto de 2024, de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/en/Countries/IRL/ireland-lending-case-study>
- IMF. (2019c). *IMF Lending Case Study: Portugal*. Obtido em 8 de Agosto de 2024, de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/en/Countries/PRT/portugal-lending-case-study>
- Pierre-Olivier Gourinchas, P. M. (2023). *The Economics of Sovereign Debt, Bailouts, and the Eurozone Crisis*. International Monetary Fund.
- Sarwat Jahan, A. S. (2014). *What Is Keynesian Economics? - Back to Basics - Finance & Development*. Obtido em 26 de Julho de 2024, de IMF:  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/09/basics.htm>

Szczepanski, M. (2019). *A decade on from the crisis: Main responses and remaining challenges*.

Obtido em 2 de Agosto de 2024, de European Parliament:

[https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_BRI\(2019\)642253](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2019)642253)

Team, T. I. (2021). *Austrian School: What it is, How it Works*. Obtido em 30 de Julho de 2024, de

Investopedia: [https://www.investopedia.com/terms/a/austrian\\_school.asp](https://www.investopedia.com/terms/a/austrian_school.asp)