Santander Portugal | Economic Research

Agosto 2025

De patinho feio a cisne lusitano

A história (ainda em progresso) da economia Portuguesa

1. Uma economia aparentemente saudável, mas em desequilíbrio

Entre 2000 e 2007, Portugal viveu um período de aparente estabilidade económica, marcado por um clima de confiança que impulsionou as famílias a antecipar decisões de consumo, fortemente apoiadas pelo fácil acesso ao crédito.

Ainda assim, economia portuguesa apresentava sinais claros de estagnação, com taxas de crescimento abaixo dos 2% e inferiores à média da União Europeia.

Factos estilizados

- Fraca competitividade das empresas nacionais: baixo investimento empresarial I&D de 0,3% do PIB).
- Crescimento económico ancorado no consumo privado e no investimento em construção: 70% do investimento era em construção, e a economia tinha um défice externo de 10% do PIB
- Trajetória de endividamento crescente: dívida total da economia ascendeu a 310% do PIB em 2008.
- Mercado de trabalho frágil: taxa de desemprego em 8%, e desemprego jovem em 17%.
- Elevada dependência energética: 85% da energia consumida era importada, sendo 70% de fontes não renováveis.

Estes desequilíbrios estruturais criaram as condições para uma crise profunda, que foi espoletada pela grande crise financeira de 2008.

2. As dores da transformação durante o período de ajustamento

A grande crise financeira de 2008 expôs as fragilidades estruturais da economia portuguesa, o que conduziu ao período mais desafiante da sua história económica recente, a crise das dívidas soberanas.

2.1. A Crise e o Pedido de Resgate: em 2010, a rápida deterioração da confiança dos investidores internacionais, refletiu-se numa escalada das taxas de juro da dívida soberana, que ultrapassaram os 14% em 2012. Perante a iminência de uma crise de liquidez, o Governo português solicitou ajuda externa à chamada "Troika" (Comissão Europeia, Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional), resultando num pacote de assistência financeira de 78 mil milhões de euros.

2.2. Austeridade e Recessão: em contrapartida ao apoio financeiro, o Governo foi obrigado a implementar vastas medidas de consolidação orçamental e reformas estruturais.

Medidas de austeridade implementadas

- Redução da despesa pública: cortes nos salários da função pública, redução de pensões e prestações sociais, despedimentos
- Aumento da carga fiscal: aumento de impostos (incluindo o IVA e o IRS, que foi ainda sujeito a sobretaxas)
- Redução do investimento público

Estas medidas, embora necessárias para restaurar a confiança externa, aprofundaram a recessão económica. Entre 2011 e 2012, o PIB contraiu mais de 4% e o desemprego atingiu níveis históricos, chegando aos 17% em 2013, com o desemprego jovem a rondar os 40%.

2.3. Reformas Estruturais: em contrapartida ao apoio financeiro, o Governo foi obrigado a implementar vastas medidas de consolidação.

Reformas estruturais

- Mercado de trabalho: maior flexibilidade, redução das indemnizações por despedimento e simplificação dos processos de contratação e despedimento.
- Administração Pública: modernização, redução de efetivos e aumento da eficiência.
- Sistema fiscal: simplificação e redução gradual do IRC para atrair investimento.
- Concorrência e regulação: nova lei da concorrência para eliminar barreiras à entrada.
- Administração local e setor da saúde: reorganização e racionalização de recursos.

2.4 Sinais de recuperação e transição energética: **A partir de 2014 surgiram os sinais de recuperação**. O desemprego começou a descer, situando-se nos 12% em 2015. As exportações ultrapassaram os 40% do PIB (+10p.p. face a 2008), o investimento industrial e nos transportes aumentou, e a balança corrente e de capital tornou-se excedentária.

A perceção dos investidores melhorou e os spreads da dívida portuguesa diminuíram, passando de mais de 1200 pontos base em 2012 para cerca de 150 em 2015.

A dependência de energia importada reduziu-se para 77%, enquanto a produção de energia renovável passou a representar 43% da produção total, cobrindo 28% das necessidades de consumo.

3. O trilho da geração de valor, mas num contexto económico favorável

Entre 2015 e 2019, Portugal percorreu um caminho de recuperação económica robusta, consolidando-se como um exemplo de equilíbrio entre crescimento e responsabilidade orçamental.

3.1 Período de transição e estabilização pós-ajustamento: entre 2014 e 2016, após o fim do programa de assistência financeira, Portugal manteve-se sob vigilância da União Europeia, com o objetivo de reduzir o défice nominal para menos de 3% do PIB.

3.2 Crescimento renovado, Superavit orçamental e Redução da Dívida: a partir de 2017, Portugal entrou numa fase de crescimento mais acelerado e sustentável. O PIB cresceu em média 3% ao ano entre 2017 e 2018, impulsionado por: reimaginação do turismo, um setor exportador dinâmico e elevada confiança dos consumidores e investidores.

Apesar de um evento extraordinário em 2017 — a recapitalização da Caixa Geral de Depósitos (4,9 mil milhões de euros) — o défice manteve-se nos 3% do PIB, evitando novo procedimento europeu. Em 2018, o défice caiu para 0,3% e, em 2019, Portugal alcançou um ligeiro superavit orçamental (~0,1% do PIB), o primeiro em mais de 40 anos.

Os fundamentos da performance orçamental

- Aumento das receitas fiscais com o crescimento económico
- Queda acentuada dos encargos com juros da dívida (de 4,5% do PIB em 2015 para 3% em 2019)
- Contenção da despesa pública, nomeadamente no investimento público, que se manteve em níveis historicamente baixos

A dívida pública, que rondava os 130% do PIB, iniciou finalmente uma trajetória descendente, atingindo cerca de 117% em 2019. As agências de rating reconheceram este progresso, restaurando a classificação de investimento para a dívida portuguesa até 2018.

3.3 Confiança dos Mercados e Preparação para o Futuro: o diferencial das obrigações portuguesas a 10 anos face às alemãs caiu drasticamente, de 12% em 2012 para cerca de 0,7% em 2020, refletindo a confiança dos mercados. Portugal passou a ser visto em pé de igualdade com economias como a espanhola.

No final de 2019, Portugal apresentava os fundamentos económicos mais sólidos em décadas

- Motores de crescimento: robusto e diversificado
- Mercado de trabalho: desemprego em queda (~6,5%)
- Política orçamental: excedente orçamental e trajetória descendente do rácio da dívida pública.

Esta posição permitiu ao país enfrentar com maior resiliência os desafios que viriam com a pandemia de COVID-19 em 2020, o aumento das pressões inflacionistas e a subida mais rápida de sempre das taxas de juro.

4. Os desafios à resiliência do modelo económico português

O período de 2020 a 2023 demonstrou que, embora o modelo económico português enfrente vulnerabilidades estruturais, como a dependência do turismo e a exposição a choques externos, também possui mecanismos de adaptação robustos. A capacidade de resposta rápida, aliada à solidez crescente do setor empresarial e à prudência fiscal, são pilares fundamentais para enfrentar os desafios futuros.

4.1 As fragilidades expostas pela pandemia: em 2020, Portugal registou uma contração económica de 8,4% — uma das maiores da União Europeia. O setor do turismo foi especialmente afetado, revelando a vulnerabilidade associada à elevada dependência deste setor. O défice orçamental disparou para cerca de 5,8% do PIB, e a dívida pública voltou a ultrapassar os 130%, anulando parte dos ganhos obtidos na década anterior.

A resposta europeia, através da suspensão das regras fiscais, a compra de ativos pelo BCE e o Plano de Recuperação e Resiliência, estabilizou os mercados financeiros e mitigou os impactos económicos da crise.

4.2 Pressões inflacionistas e subida das taxas de juro: a partir de 2021, a recuperação da procura global, combinada com disrupções nas cadeias de abastecimento e o aumento dos preços da energia, levou a uma aceleração da inflação.

A invasão da Ucrânia em 2022 agravou este cenário, obrigando o Banco Central Europeu a adotar uma política monetária restritiva. As taxas de juro subiram de -0,5% para 4,0% — a subida mais rápida desde a criação do euro — aumentando os custos de financiamento para famílias, empresas e o Estado.

4.3 Recuperação económica, a resiliência das empresas e o equilíbrio orçamental: Apesar dos choques, a economia portuguesa demonstrou uma notável capacidade de recuperação.

Factos estilizados

• Crescimento económicos: 4,8% em 2021 e 5,8% em 2022, superando a tendência pré-pandemia. Em 2023, moderou para 2,5%, mas manteve-se acima da média da zona euro

• Autonomia financeira reforçada: menos endividamento, maior capitalização e liquidez das empresas

• Capacidade de investimento contínuo, mesmo num contexto de elevada volatilidade global

• Aposta na inovação e diversificação geográfica, com desenvolvimento de novos produtos e serviços

• Compromisso com a autonomia energética, reduzindo a dependência de fontes externas.

• Finanças públicas: o défice caiu abaixo de 3% em 2022, e em 2023 passou a um excedente de 1,2% do PIB, tendo a divida pública caído para 97.7% do PIB.

5. A importância do ponto de partida e comparação com as principais economias da zona euro

A transformação da economia portuguesa nos últimos anos ganha ainda mais relevância quando analisada à luz do seu ponto de partida e comparada com as maiores economias da zona euro. A evolução para um modelo mais diversificado, orientado para o valor e com maior resiliência, contrasta com os percursos de países como Alemanha, França, Itália e Espanha, cujas condições iniciais e trajetórias fiscais influenciaram fortemente a perceção dos mercados e os custos de financiamento.

Factos estilizados das referências da zona euro

• Alemanha – O Padrão de Referência: com excedentes orçamentais médios de 0,5% do PIB, entre 2014 e 2019, e uma dívida pública em 60% do PIB. Os baixos níveis de spreads dos títulos alemães refletem o seu baixo risco.

• França – Estabilidade, mas com défices persistentes: regista défices superiores a 3% recorrentemente e a dívida pública está em trajetória ascendente, a superar os 116% PIB em 2025.

• Itália – Esforço fiscal, mas sem confiança plena: com saldos primários excedentários, a divida pública segue acima de 130% do PIB. Os spreads da dívida pública em períodos de stress financeiro podem ascender a 3%, refletindo preocupações com a sustentabilidade da divida italiana.

• Espanha – Recuperação sólida, mas menor ajustamento: recuperação económica tem sido robusta, mas o ajustamento fiscal é mais gradual. O défice caiu de 6,9% em 2013 para cerca de 2,5% em 2018, tendo posteriormente permanecido abaixo do limiar de 3% do PIB. A dívida já superou 100% do PIB e os spreads da dívida, que se mantiveram abaixo de Portugal até 2018, mas atualmente estão acima em cerca de 17 pontos base.

6. O ponto de partida molda a trajetória e a confiança

Portugal, ao partir de uma posição mais vulnerável, conseguiu uma transformação estrutural que o aproximou das economias mais estáveis da zona euro. A convergência dos spreads da dívida portuguesa com os de Espanha — e em alguns momentos até abaixo dos de Itália — é um testemunho da eficácia das reformas e da credibilidade reconquistada.

A importância do ponto de partida reside precisamente na capacidade de superação: quanto mais desafiante o início, mais significativa é a conquista.

ADVERTÊNCIA FINAL

Este documento foi elaborado pela Área de Estudos Económicos do Banco Santander Totta, SA e é disponibilizado com intuito e para fins exclusivamente informativos.

Todos os dados, análises e considerações nele contidas estão simplesmente baseadas no que estimamos ser as melhores informações disponíveis, recolhidas a partir de fontes oficiais e outras consideradas credíveis, não assumindo, todavia, qualquer responsabilidade por erros, omissões ou inexatidões das mesmas.

Por outro lado, as opiniões e previsões expressas, refletem somente a perspetiva e os pontos de vista dos autores na data da sua elaboração podendo ser livremente modificadas a todo o tempo e sem aviso prévio.

Neste contexto, o presente documento não pode, em circunstância alguma ser entendido como convite ao investimento, seja de que natureza for, nem como proposta ou oferta de negócio de qualquer tipo.

Qualquer decisão de investimento deve ser devidamente ponderada, fundamentada na análise crítica pelo investidor de toda a informação publicamente disponível sobre os ativos a que respeita, suas características e adequação ao perfil de risco assumido e devem ter em conta todos os documentos emitidos ao abrigo da regulamentação das entidades de supervisão, nomeadamente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Nem o Banco Santander Totta, na qualidade de emitente do documento, nem nenhuma entidade sua dominante ou dominada ou qualquer outra integrante do Grupo Santander Totta em que se insere pode, consequentemente, ser responsabilizada por eventuais perdas ou prejuízos decorrentes de decisões de investimento que, quem quer que seja, tenha tomado mesmo que por levar em conta elementos constantes deste documento.

Por outro lado, uma vez que este documento não contempla qualquer tipo de informação privilegiada ou reservada, nem constitui nenhum conselho ou convite ao investimento, as empresas do Grupo Santander Totta, incluindo o Banco Santander Totta mantêm o direito de nos limites da lei, transacionar ou não, ocasional ou regularmente, qualquer ativo direta ou indiretamente relacionado com o âmbito deste relatório.

Este relatório pode ser distribuído, desde que citada a fonte.

© Banco Santander Totta, S.A., 2025. Todos os direitos reservados.


Santander