
A HIPÓTESE DA MUTUALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA DOS PAÍ-
SES DA ZONA EURO COMO FORMA DE FINANCIAMENTO DA
RESPOSTA ECONÓMICA À CRISE DA PANDEMIA DA COVID-19

Maria Helena Paixão Costa

Dissertação

Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientado por
Manuel Duarte Rocha
Paulo Mota

2020/2021

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos aqueles que me ensinaram, inspiraram, desafiaram e acompanharam até ao final deste percurso académico. Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador, Manuel Duarte Rocha, e ao meu co-orientador, Paulo Ricardo Tavares Mota, pela orientação na elaboração desta dissertação e pelas suas críticas, sempre construtivas, e com o objetivo da melhoria constante. Em segundo lugar à minha família e amigos.

RESUMO

A pandemia covid-19 provocou uma crise económica sem precedentes históricos. Esta dissertação pretende estudar os impactos económicos da crise pandémica e as medidas que foram tomadas no combate à crise a nível nacional e a nível europeu. A crise de saúde pública originou simultaneamente uma quebra na procura e na oferta o que provocou uma crise económica de grandes proporções. Portugal, à semelhança de vários países do sul da Europa, é um país muito dependente do turismo, que foi o setor mais afetado pelas medidas de confinamento e, teve, por isso, uma acentuada queda no PIB. É neste contexto que é importante a implementação de uma solução solidária e conjunta entre todos os estados-membros por forma a ultrapassar a crise e relançar a economia. Mais, sendo esta uma crise de carácter excecional, são necessárias medidas excecionais e de dimensões consideráveis, como por exemplo a mutualização da dívida europeia, cuja capacidade de resposta à atual crise será analisada no decorrer desta dissertação.

Esta questão vem sendo discutida desde o início da união monetária, e com a pandemia covid-19 a discussão reacendeu-se. Apesar de esta solução não ter avançado por falta de consenso entre os estados-membros, esta dissertação pretende explorar as vantagens e desvantagens desta medida e avaliar de que forma as medidas tomadas pela Comissão Europeia são uma forma incipiente de mutualização da dívida pública.

Palavras-chave: covid-19, mutualização da dívida, turismo, Portugal, BCE, Comissão Europeia

ABSTRACT

The covid-19 pandemic sparked an economic crisis without historical precedents. This dissertation aims to study the economic impacts of the pandemic crisis and the measures that were taken to fight the crisis at both national and european level. The public health crisis led simultaneously to a drop in demand and supply, which led to a crisis of enormous proportions. Portugal, like several southern Europe countries, is very dependent on tourism, which was the sector most affected by the containment measures and, therefore, had a high drop in GDP. It is in this context that the implementation of a joint and several solution among all member states is important in order to overcome the crisis and relaunch the economy. The economic impacts at national and european level have no history, not even the sovereign debt crisis has any comparison. As this is an exceptional crisis, exceptional measures of considerable dimensions are needed, such as the mutualisation of european debt, whose capacity to respond to the current crisis will be analyzed throughout this dissertation.

This matter has been discussed since the beginning of the monetary union, and with the covid-19 pandemic the discussion was rekindled. Although this solution has not proceeded due to the lack of consensus among member states, this dissertation intends to explore the advantages and disadvantages of this measure and to assess how the measures taken by the European Commission are an incipient form of public debt pooling.

Keywords: covid-19, debt mutualisation, tourism, Portugal, ECB, European Comission

1 Introdução	1
2 Impacto económico da covid-19 em Portugal.....	3
2.1. ECONOMIA PORTUGUESA ANTES DO SURGIMENTO DA COVID-19	3
2.2. ECONOMIA PORTUGUESA APÓS O SURGIMENTO DA COVID-19	4
2.2.1. ATIVIDADE ECONÓMICA	4
2.2.2. SETOR DO TURISMO.....	5
2.2.3. OS RESTANTES SETORES	6
2.3. PORTUGAL NO CENÁRIO EUROPEU	7
2.3.1. INDICADORES ECONÓMICOS – PIB, EMPREGO E INFLAÇÃO	7
2.3.2. TURISMO	9
2.4. TIPO DE CRISE.....	11
3 Medidas de Política Económica	15
3.1. POLÍTICA MONETÁRIA	15
3.2. MEDIDAS TOMADAS PELA UE NO COMBATE À COVID-19	17
3.3. MEDIDAS TOMADAS POR PORTUGAL NO COMBATE À COVID-19.....	19
3.3.1. REGIME <i>LAYOFF</i> SIMPLIFICADO	20
3.3.2. MORATÓRIAS DE CRÉDITO	21
3.3.3. LINHAS DE CRÉDITO COM GARANTIA PÚBLICA	21
3.3.4. SUSPENSÃO DO PAGAMENTO DE OBRIGAÇÕES FISCAIS E CONTRIBUTIVAS	22
3.3.5. INCENTIVO EXTRAORDINÁRIO À NORMALIZAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÓMICA.....	22
3.3.6. MEDIDAS COM MAIOR IMPACTO ORÇAMENTAL.....	22
3.4. PORTUGAL NO CENÁRIO EUROPEU - MEDIDAS ORÇAMENTAIS	24
3.5. PLANO DE RECUPERAÇÃO DA UE.....	29
3.5.1. <i>NEXT GENERATION EU</i>	30
3.5.2. PARTILHA DO RISCO	32
4 Mutualização da Dívida Pública	33
4.1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	33
4.1.1. PROPOSTAS RELEVANTES NO CONTEXTO DAS DÍVIDAS SOBERANAS.....	34
4.1.2. PROPOSTA RELEVANTES NO CONTEXTO DA COVID-19	38
4.2. VANTAGENS E OBSTÁCULOS DA EMISSÃO CONJUNTA DE DÍVIDA	39
4.2.1. VANTAGENS ECONÓMICAS.....	39

4.2.2. DESVANTAGENS ECONÓMICAS.....	42
4.2.3. OBSTÁCULOS POLÍTICO-LEGAIS.....	43
4.3. MEDIDAS ADOTADAS PELA UE NO CONTEXTO DA CRISE PANDÉMICA	44
4.3.1. MÉTODO DE FINANCIAMENTO DA UE ATÉ AQUI.....	45
4.3.2. FINANCIAMENTO DO NGEU	45
4.3.3. FINANCIAMENTO DO SURE	47
4.3.4. COMO A MEDIDA APROVADA PELA COMISSÃO SE DISTINGUE DAS <i>CORONABONDS</i> ?.....	48
4.4. PERSPETIVA CRÍTICA	48
4.5. PROPOSTA DE EMISSÃO CONJUNTA	49
 5 Conclusão	 51
 6 Bibliografia	 52

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Evolução da atividade económica no - Taxa de variação homóloga	5
Figura 2. Viagens e turismo Portugal - saldo mensal - milhões.....	6
Figura 3. Número de dormidas no setor alojamento turístico – mensal – milhões	6
Figura 4. PIB dos países da UE no segundo trimestre de 2020 - variação em % em relação ao trimestre anterior.....	7
Figura 5. Taxa de crescimento de emprego no segundo trimestre de 2020 – variação em % em relação ao trimestre anterior.....	8
Figura 6. Taxa de inflação anual (%) - Maio de 2021.....	9
Figura 7. Peso do Turismo no PIB nos países da UE em %.....	10
Figura 8. Emprego no turismo em % do emprego total	11
Figura 9. Taxa de risco de pobreza no ano de 2018 nos países europeus- Percentagem	13
Figura 10. Dívida pública em percentagem do PIB nos países europeus nos anos 2019 e 2020	14
Figura 11. Política monetária do BCE: taxas de juro, TLTRO e programas de compras - Percentagem e milhares de milhões de euros.....	16
Figura 12. Taxas de juro a 10 anos sem risco (OIS) e de dívida pública para Portugal e para as maiores quatro economias- Percentagem	17
Figura 13. Empresas e trabalhadores potencialmente abrangidos pelo <i>layoff</i> simplificado, por setor de atividade - Percentagem	20
Figura 14. Montante de crédito em moratória em mil milhões de euros	21
Figura 15. Impacto das medidas de política no contexto da pandemia Percentagem do PIB.....	24
Figura 16. Medidas fiscais no combate à covid-19 com impacto no orçamento em 2020 – em percentagem do PIB.....	25
Figura 17. Défice orçamental dos países da UE - em % do PIB	26
Figura 18. Peso das garantias estatais prestadas em 2020 - Em percentagem do PIB de 2019	27
Figura 19. Volume de empréstimos concedidos a HHs e NFCs através de moratórias em percentagem do total de empréstimos concedidos e em valores absolutos (bilhões de euros) em junho de 2020.....	28
Figura 20. Distribuição de empréstimos sob o regime de moratória por prazo e país em junho de 2020	29
Figura 21. Mecanismo de Recuperação e Resiliência - Subvenções líquidas do fundo de recuperação europeu para cada país da zona euro em percentagem do PIB de 2019	31

1INTRODUÇÃO

A pandemia da covid-19 começou em dezembro de 2019 na China, e rapidamente se espalhou por todo o mundo. Chegou à Europa em fevereiro de 2020, tendo sido Itália o primeiro país europeu afetado. Os contornos da pandemia da covid-19 não têm precedentes devido à sua dimensão global, assim como a consequente crise económica (Banco de Portugal, 2020a)

É precisamente pela particularidade da atual conjuntura socioeconómica que esta dissertação é pertinente e aliciante, sendo esta a principal motivação para a elaboração deste estudo. A atual crise pandémica veio despoletar a discussão da mutualização da dívida pública, que já é debatida desde o início da conceção da União Económica e Monetária (UEM) e, foi amplamente discutida no âmbito da crise das dívidas soberanas quando vários estados-membros, incluindo Portugal, perderam o acesso aos mercados de capitais para se financiarem. Esta medida nunca foi aceite por alguns estados-membros como a Alemanha ou a Holanda, e, por isso, nunca foi implementada. A atual crise pandémica volta a justificar uma reflexão e discussão da emissão conjunta de dívida e dos seus benefícios para todos os estados-membros da zona euro, dada a dimensão da crise pandémica, cujo impacto económico é ainda mais devastador do que o da crise das dívidas soberanas.

A UEM foi propositadamente projetada como uma união monetária sem uma união fiscal (a união fiscal fica a cargo dos governos nacionais). No entanto, a experiência de crises anteriores revela que a política monetária sozinha não é suficiente para combater os impactos económicos negativos da crise e, portanto, será necessário introduzir a política fiscal como medida de combate às futuras crises. É neste contexto que é relevante a discussão da mutualização da dívida pública, que é uma medida de foro fiscal, e que poderá assegurar o financiamento a taxas favoráveis para todos os estados-membros, mesmo os mais endividados, através da partilha do risco fiscal por todos os estados-membros da zona euro.

Sendo esta uma crise de contornos inéditos são necessárias medidas inéditas para a combater, como por exemplo a mutualização da dívida pública, uma medida absolutamente excecional e sem histórico na zona euro. Com este estudo pretende-se, numa primeira fase, fazer uma caracterização do impacto económico da covid-19 em Portugal e na UE, e uma caracterização das respostas das políticas económicas adotadas por ambos. Numa segunda fase, é feita uma apresentação das propostas relevantes de emissão de dívida conjunta, desde o início da UEM até à atual crise pandémica.

A metodologia utilizada nesta dissertação baseia-se numa revisão crítica da literatura, uma vez que são analisadas e sintetizadas as informações disponibilizadas na literatura sobre as propostas de emissão de dívida conjunta, e é posteriormente, feita uma avaliação crítica sobre o tema da mutualização da dívida pública. A dissertação está dividida em cinco capítulos, sendo o primeiro a introdução. O segundo capítulo faz um breve enquadramento da pandemia covid-19 em Portugal e avalia o seu impacto económico em comparação com o cenário europeu. O terceiro capítulo aborda as medidas tomadas por Portugal no combate à pandemia e, a nível europeu, é abordado o plano de recuperação da UE, assim como a política monetária seguida pelo BCE desde o início da pandemia. O quarto capítulo centra-se na questão da mutualização da dívida pública, onde é feito um levantamento das propostas mais relevantes até à atualidade e são apresentadas as vantagens e as desvantagens desta medida. São também apresentadas medidas de mutualização da dívida pública elaboradas no âmbito da pandemia covid-19 e é explicado o método de financiamento utilizado pela Comissão Europeia para garantir o auxílio aos estados-membros através do pacote de recuperação da UE. O capítulo cinco é a conclusão.

2 IMPACTO ECONÓMICO DA COVID-19 EM PORTUGAL

Não obstante a existência de crises pandémicas no passado, a forte globalização e integração das economias mundiais levaram a que as circunstâncias atuais sejam muito diferentes e sem precedentes históricos. Os primeiros casos de covid-19 foram declarados na China em dezembro de 2019 e, em Portugal, foi registado o primeiro caso a 2 de março de 2020. A partir daí, os casos de infeção multiplicaram-se, e Portugal, à semelhança dos restantes países europeus, tomou diversas medidas de foro sanitário, político, económico e social de combate ao vírus (Conselho Europeu, 2020). A pandemia da covid-19 afetou profundamente a atividade económica em 2020, em Portugal e no resto do mundo. As medidas de contenção da pandemia e a atitude de precaução dos agentes económicos determinaram uma queda sem precedentes do PIB a nível mundial na primeira metade do ano, uma forte deterioração da confiança dos agentes económicos e um aumento significativo da incerteza nos mercados financeiros (Banco de Portugal, 2020a).

2.1. ECONOMIA PORTUGUESA ANTES DO SURGIMENTO DA COVID-19

Quando surgiu a covid-19 a economia portuguesa tinha recuperado, em parte, da crise das dívidas soberanas. No final de 2019, o PIB registava o seu 25º trimestre de contínua expansão (INE, 2021a); a taxa de desemprego tinha diminuído em cada trimestre desde o final de 2013, tendo atingido o valor mais baixo no terceiro trimestre de 2019 (6,1%) (INE, 2021b). O setor do turismo contribuiu de forma ativa para o crescimento do PIB e para a diminuição do desemprego, tendo aumentado de forma notável nos últimos anos. Desde o ano 2016 que o VAB¹ gerado pelo turismo representa cerca de 7% do VAB nacional, tendo este valor aumentado para 8,5% em 2019, pelo que nesse ano o peso deste setor no PIB nacional foi cerca de 15,4% (INE, 2021c).

No ano de 2019, pela primeira vez em democracia, Portugal tinha alcançado um saldo orçamental excedentário de 440 milhões de euros, o equivalente a 0,2% do PIB, sustentado pelo contínuo crescimento da economia portuguesa acima da média da UE nos anos 2016-2019 (República Portuguesa, 2020). A dívida pública no final de 2019 tinha baixado (ligeiramente) a barreira dos 250 mil milhões de euros, cerca de 117,7% do PIB.

¹ Valor acrescentado bruto (VAB) é o resultado final da atividade produtiva no decurso de um período determinado. Resulta da diferença entre o valor da produção e o valor do consumo intermédio, originando excedentes (Banco de Portugal, 2019a).

Não obstante, no início de 2020 a economia e a sociedade portuguesa ainda se caracterizavam por vários problemas estruturais e por uma herança pesada decorrente da crise anterior, como mostra o nível elevado da dívida pública, os salários baixos, as elevadas desigualdades de rendimento, e o grau de segmentação do mercado de trabalho em comparação com a média europeia (Almeida & Santos, 2020). Contudo, os desenvolvimentos recentes sugeriam que Portugal estava gradualmente a corrigir muitas das suas fragilidades sociais e económicas.

2.2. ECONOMIA PORTUGUESA APÓS O SURGIMENTO DA COVID-19

O clima económico em Portugal deteriorou-se rapidamente no início do ano 2020. Em dezembro de 2020 a dívida pública portuguesa aumentou para 270,4 mil milhões de euros, que equivale a 133,4% do PIB nacional (Banco de Portugal, 2020b).

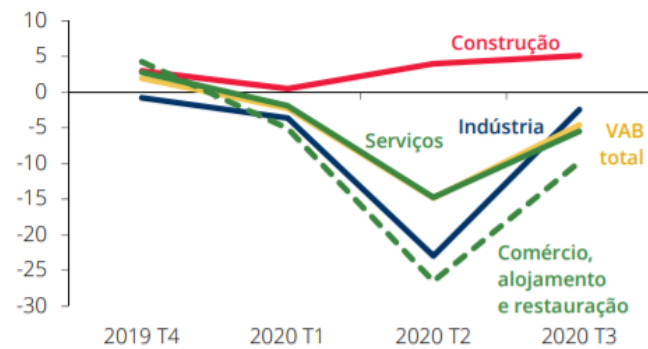
Para além do agravamento da dívida pública, o impacto da pandemia na economia portuguesa levou à diminuição da atividade económica, ao aumento do desemprego, e ao nível dos diversos setores da economia levou também ao seu abrandamento/queda, principalmente no setor do turismo, como será desenvolvido nos subcapítulos seguintes.

2.2.1. ATIVIDADE ECONÓMICA

No segundo trimestre de 2020, Portugal sofreu uma contração do PIB de 16,3%, a maior queda de sempre, segundo os dados do INE (INE, 2021a). A queda do PIB durante a crise das dívidas soberanas atingiu o máximo de 4,5% durante o quarto trimestre de 2012, o que evidencia a dimensão da atual crise económica (INE, 2021a). No conjunto do ano 2020, o PIB registou uma queda de 7,6%, contrastando com o crescimento de 2,5% em 2019 (INE, 2021a). No primeiro semestre de 2020, a atividade diminuiu 17,3%, em termos acumulados, face ao final de 2019 (Banco de Portugal, 2020c).

A pandemia tem um impacto assimétrico na atividade económica, sendo mais negativo nos setores mais afetados pelas medidas de distanciamento social, como é o caso do comércio, alojamento e restauração (Banco de Portugal, 2020c). A Figura 1, ilustra que no terceiro trimestre de 2020, o VAB da indústria aproximou-se dos níveis pré-pandémicos e a construção manteve uma tendência de crescimento. Por oposição, os subsetores mais afetados como o comércio, alojamento e restauração tiveram uma quebra de 26,5% no segundo trimestre de 2020 (Banco de Portugal, 2020a).

Figura 1. Evolução da atividade económica no - Taxa de variação homóloga



Fonte: Banco de Portugal. Boletim Económico dezembro de 2020, página 19.

2.2.2. SETOR DO TURISMO

A pandemia teve um impacto considerável no setor de viagens e turismo. De acordo com os dados do Banco de Portugal (2021a), em março de 2020, o saldo do turismo² foi de 436 milhões de euros, menos 237 milhões quando comparado com o mês anterior (fevereiro de 2020), e em abril do mesmo ano este valor diminuiu para 70 milhões de euros (Figura 2). Os meses em se registaram as maiores quedas no saldo mensal de viagens e turismo em relação ao período homólogo foram abril e maio de 2020, que coincidem com o primeiro confinamento.

Apesar de quer as exportações quer as importações de serviços de turismo terem diminuído, a redução das exportações foi mais acentuada. Segundo os dados do Banco de Portugal (2021b), em abril e maio de 2020 o setor do alojamento turístico registou uma variação negativa de 97% no número de dormidas, acentuando a dinâmica negativa registada em março (-59%) (Figura 3) (Banco de Portugal, 2021b). O impacto fez-se sentir quer nas dormidas de residentes (-9% em abril e -87% em março), quer nas dormidas de não residentes (-99% nos meses de abril e maio).

² Saldo do turismo é a diferença entre as exportações e as importações de viagens e turismo (Banco de Portugal, 2021a).

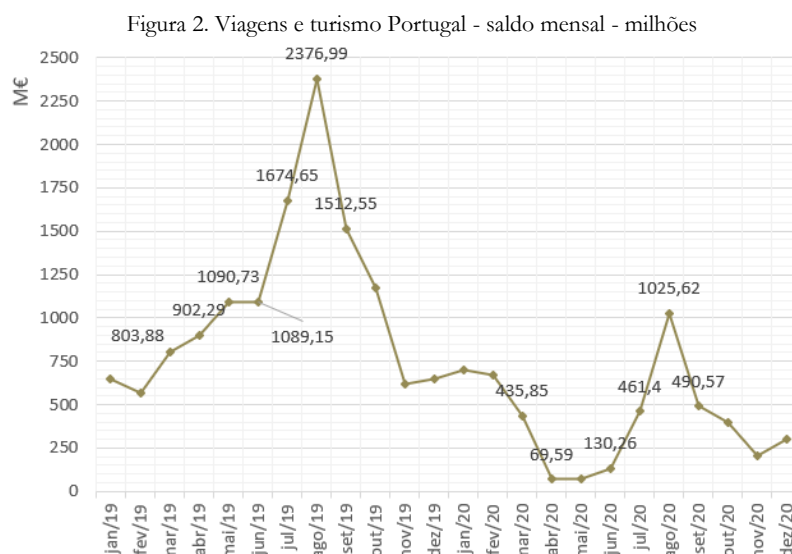


Gráfico elaborado pela autora. Fonte: Banco de Portugal, BPstat. Disponível a partir de <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12510769>

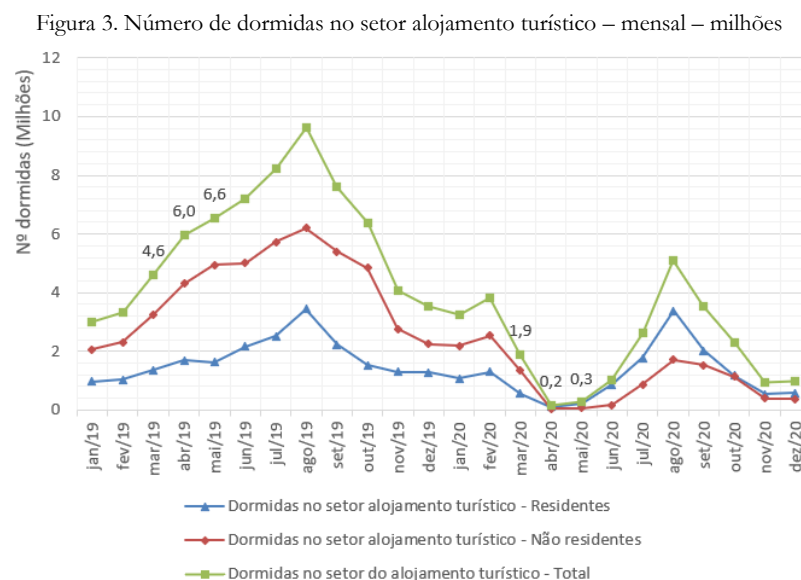


Gráfico elaborado pela autora. Fonte: Banco de Portugal, BPstat. Disponível a partir de <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099439>

2.2.3. OS RESTANTES SETORES

Em Portugal, os setores com fortes ligações ao turismo, como o alojamento e restauração, foram os que mais contribuíram para a queda da atividade no primeiro semestre do ano de 2020. Segundo o boletim económico de junho 2020, o setor de alojamento e restauração teve quebras de cerca de 78% em maio, seguido do setor de transportes e armazenagem, com quebras na ordem dos 62% no mesmo mês (Banco de Portugal, 2020d). Os restantes setores, como a indústria, a construção e o comércio tiveram quebras menos acentuadas, com uma

média de 30%. O setor dos serviços foi, de longe, o mais afetado e os restantes setores tiveram quebras menos pronunciadas.

Em resumo, Portugal teve um forte impacto ao nível dos diversos setores económicos em consequência da pandemia covid-19, numa altura em que aparentava estar a recuperar da crise anterior. As medidas de política económica tomadas a nível nacional e integradas no contexto europeu ditarão a forma da retoma de Portugal.

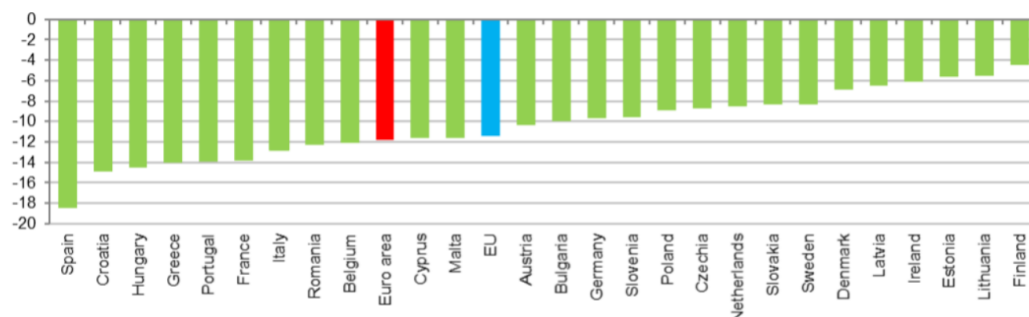
Para combater esta crise de contornos excecionais, as medidas tomadas em contexto europeu também deverão ser de carácter excecional, através de uma resposta integrada, coordenada e solidária entre todos os estados-membros. Neste sentido, serão abordadas nos seguintes capítulos as medidas tomadas pela Comissão Europeia, dando particular atenção à questão da mutualização da dívida pública, que ainda não reúne consenso entre os estados-membros.

2.3. PORTUGAL NO CENÁRIO EUROPEU

2.3.1. INDICADORES ECONÓMICOS – PIB, EMPREGO E INFLAÇÃO

Como já referido atrás, no segundo trimestre de 2020, Portugal sofreu uma contração do PIB de 16,3% em termos homólogos, e uma quebra de 13,9% em relação ao trimestre anterior (primeiro trimestre de 2020) como mostra a Figura 4 (INE, 2021a). Este último valor situa-se acima da média da zona euro (11,8%) e, foi ultrapassado apenas pela Espanha, Croácia, Hungria e Grécia, tendo sido a Espanha a atingir o máximo de -18,5% (Eurostat, 2020a). O denominador comum destes países e que levou à maior queda do PIB neste trimestre é a forte dependência do turismo.

Figura 4. PIB dos países da UE no segundo trimestre de 2020 - variação em % em relação ao trimestre anterior

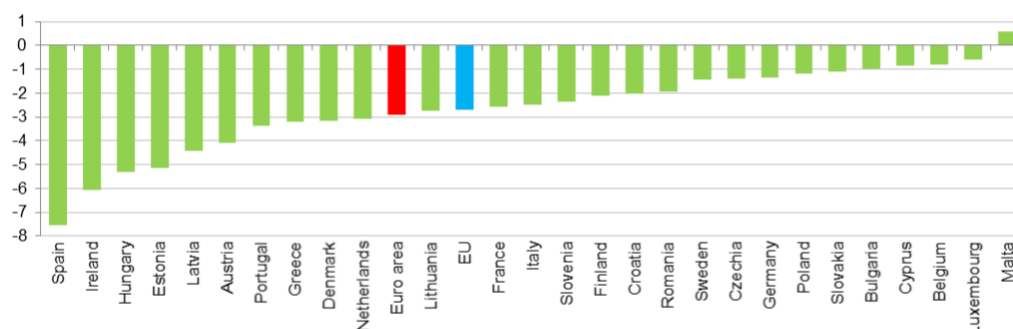


Fonte: Eurostat. Euroindicators - GDP main aggregates and employment estimates for the second quarter of 2020 - 133/2020 - 8 September 2020

Mais recentemente, foram divulgados dados referentes ao primeiro trimestre de 2021 que atiram Portugal para o pódio da queda do PIB, com cerca de 5,4% face ao período homólogo, tendo a média da economia da zona euro recuado 1,8% (Eurostat, 2021a). O resto do pódio fecha com a Espanha (-4,3%) e Alemanha (-3%) (Eurostat, 2021a). Portugal obteve este mau resultado no início do ano de 2021 compatível com a reintrodução das medidas de confinamento quando a pandemia estava descontrolada, ao contrário dos restantes países que apresentavam valores de novos casos muito mais favoráveis.

No segundo trimestre de 2020 o desemprego aumentou drasticamente em relação ao trimestre anterior, em todos os países da UE, com exceção de Malta que teve um crescimento da taxa de emprego. A média da zona euro situou-se perto dos -3% como mostra a Figura 5 (Eurostat, 2020a). Mais uma vez, o país que lidera a tabela é Espanha com uma variação negativa de 7,5% na taxa de crescimento (Eurostat, 2020a); Portugal situa-se em sétimo lugar, imediatamente à frente da Grécia.

Figura 5. Taxa de crescimento de emprego no segundo trimestre de 2020 – variação em % em relação ao trimestre anterior



Fonte: Eurostat. Euroindicators - GDP and employment flash estimates for the first quarter of 2021- 58/2021 - 18 May 2021

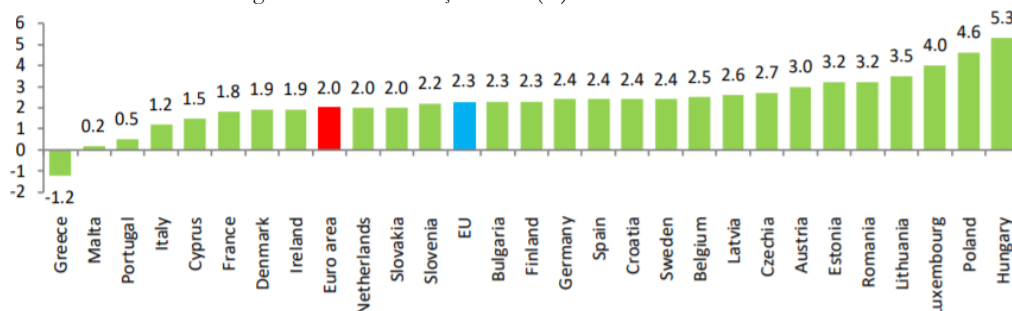
A evolução dos preços também foi fortemente afetada pela pandemia. Como resultado da quebra da procura, dos preços mais baixos do petróleo e da diminuição da atividade económica, a inflação medida pelo IHPC³ desceu ao longo do ano de 2020 e manteve-se em valores negativos entre agosto de 2020 e dezembro de 2020 (BCE, 2021a). A Figura 6 mostra as taxas de inflação para os países da UE no segundo trimestre de 2021 e observa-se que Portugal tem uma taxa de inflação positiva, mas muito distante da média da UE que neste mês foi de 2%, pouco acima da meta estabelecida pelo BCE⁴ (Eurostat, 2021b). Os países

³ Índice Harmonizado de Preços no Consumidor.

⁴ O valor da inflação foi atualizado para simplesmente 2% no dia 8 de julho de 2021. Antes o valor de inflação desejável para o BCE conduzir uma política monetária estável ao nível dos preços, era abaixo, mas próximo de 2%. O BCE efetuou

que apresentam inflação mais elevada são a Hungria, a Polónia e o Luxemburgo. Esta divergência de preços está associada essencialmente ao setor do turismo. Em Portugal, à semelhança da Grécia, Malta ou Itália, os preços da restauração e da hotelaria tiveram quebras significativas em consequência das restrições sanitárias o que explica uma taxa de inflação mais baixa em relação aos estados-membros menos dependentes do turismo.

Figura 6. Taxa de inflação anual (%) - Maio de 2021



Fonte: Eurostat. Euroindicators - Annual inflation up to 2.0% in the euro area - 71/2021 - 17 June 2021

A zona euro é composta por economias ainda muito distintas e em fases diferentes de desenvolvimento. Uma política monetária comum tem efeitos heterogêneos em estados-membros heterogêneos, como é bem visível pela Figura 6. Como a política monetária da zona euro é conduzida pelo indicador da inflação e este indicador é muito distinto consoante os estados-membros, as atuais medidas de política monetária poderão ser desadequadas para certos países, e não ter capacidade de responder com a mesma eficácia às diferentes necessidades dos países da zona euro. No caso da Figura 6, quando a Hungria tem taxas de inflação de 5%, Portugal tem 0,5%, o que significa que a política monetária apropriada para países com níveis altos de inflação seria diferente da política monetária apropriada para os outros com taxas de inflação mais baixas.

2.3.2. TURISMO

A Figura 7 ilustra a dependência dos países da UE em relação ao setor do turismo. Como se pode observar, são os países do sul como a Croácia, Grécia, Portugal, Malta, Espanha, Chipre e Itália que tiveram os maiores contributos do turismo no PIB nacional no ano 2019. Portugal é, inclusivamente, o terceiro país com maior peso do turismo nesse mesmo

esta alteração por considerar que a estabilidade de preços é assegurada de forma mais eficaz com um objetivo de 2% para a inflação a médio prazo, e este valor é simétrico, o que significa que os desvios negativos e positivos da inflação face ao objetivo são igualmente indesejáveis.

ano, com uma percentagem de 17,1%, o que revela a sua alta dependência deste setor. No ano de 2020 as receitas caíram de forma generalizada em todos os países, sendo que no caso de Portugal as contribuições para o PIB caíram para 8,1%, o que explica a queda no PIB no segundo trimestre. Por outro lado, os países do norte e centro-leste são os países menos dependentes do turismo o que também explica a queda menos acentuada do PIB em relação aos países do sul.

Figura 7. Peso do Turismo no PIB nos países da UE em %

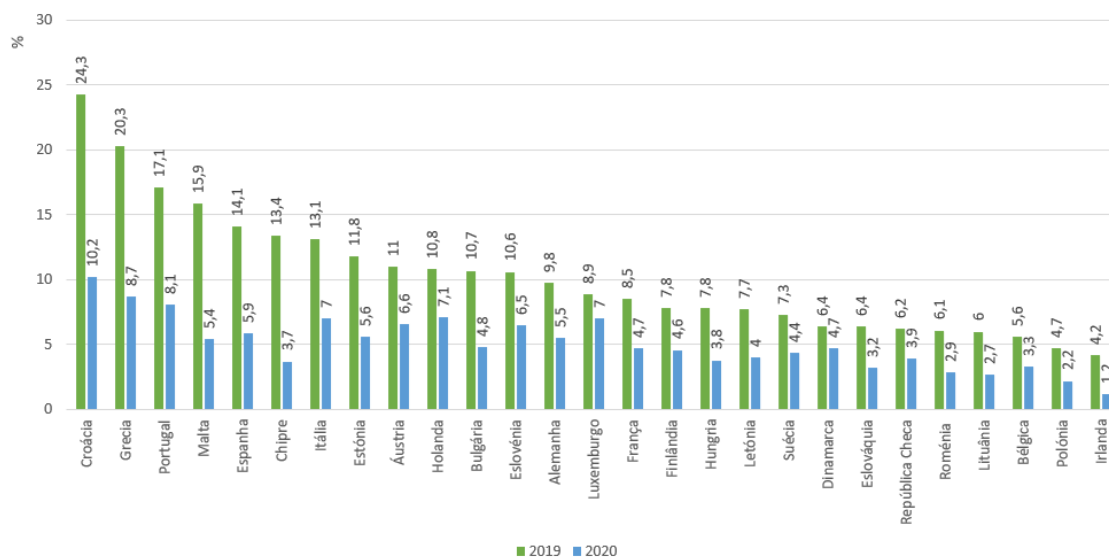


Gráfico elaborado pela autora. Fonte: WTTC disponível a partir de <https://wtcc.org/Research/Economic-Impact>

Outro fator que demonstra a forte dependência dos países do sul em relação ao turismo é a percentagem de emprego gerado por esse setor em relação ao emprego total - Figura 8. Portugal em 2019 era quarto neste ranking, com 20,7% do emprego relacionado com atividades turísticas. Verifica-se, pela análise do gráfico, que países como a Croácia, Malta, Grécia e Portugal foram os que tiveram as maiores oscilações entre os anos 2019 e 2020. Mais uma vez, em oposição a este cenário estão os países do norte e centro-leste que empregam muito menos população neste setor.

Figura 8. Emprego no turismo em % do emprego total

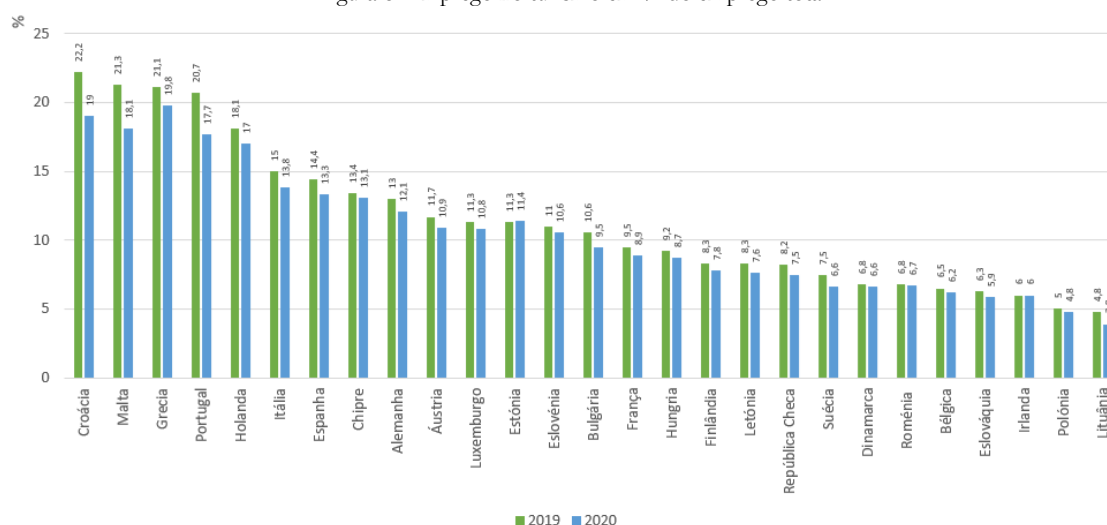


Gráfico elaborado pela autora Fonte: WTTC disponível a partir de <https://wtcc.org/Research/Economic-Impact>

2.4. TIPO DE CRISE

A economia mundial sofreu um choque exógeno negativo, sem precedentes em termos de magnitude e sincronização. Este choque distingue-se de crises económicas anteriores por ter tido origem num fator exógeno à economia, e não estar diretamente relacionado com a acumulação anterior de desequilíbrios macroeconómicos (Banco de Portugal, 2020c). A pandemia e as medidas de contenção adotadas pelos vários governos originaram em simultâneo uma queda acentuada da procura e da oferta (Banco de Portugal, 2020c).

Do lado da oferta, houve um impacto negativo associado à potencial destruição de capacidade produtiva decorrente de problemas na cadeia de fornecimento, com interrupção de diversas cadeias de valor a nível global, e de restrições à atividade e fecho de empresas, no contexto dos estados de emergência e de calamidade (Banco de Portugal, 2020c). Do lado da procura, o contexto de incerteza e a redução de rendimento das famílias traduziu-se no aumento de poupança por motivos de precaução, e no adiamento de decisões de consumo e investimento, em particular de bens e serviços não essenciais (Banco de Portugal, 2020c).

Em relação ao PIB, o choque no crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2020 foi em grande parte devido ao choque na procura agregada, enquanto que no segundo trimestre do mesmo ano foi devido tanto ao choque na procura como na oferta agregada, mas com este último contribuindo um pouco mais para o declínio (Bekaert, Engstrom, & Ermolov, 2020). Também Brinca, Duarte e Faria e Castro (2020) argumentam que a escassez da procura dominou no curto prazo. Estas conclusões refletem os efeitos do primeiro

confinamento que ocorreu no primeiro trimestre de 2020, onde as restrições pandémicas foram as mais apertadas e, por isso, a procura teve uma queda acentuada, numa altura em que a oferta ainda se mantinha expectante acerca da evolução da pandemia. No segundo trimestre de 2020, procura e oferta contribuíram de forma semelhante para o choque no PIB, sendo que no caso da oferta agregada, houve uma contribuição significativa em relação ao trimestre anterior, devido ao prolongamento das restrições pandémicas, e à incerteza das medidas adotadas pelos governos ao longo do tempo, o que a leva a que a oferta tenha contribuído de forma mais ativa para o declínio do crescimento do PIB.

No caso de Portugal, a economia portuguesa foi particularmente afetada por perturbações do lado da oferta, tais como a restrição de circulação de trabalhadores, bens ou serviços, o fecho parcial ou total de empresas e as interrupções nas cadeias de abastecimento (Banco de Portugal, 2021c). As perturbações do lado da procura também afetaram negativamente a economia portuguesa, mas em menor grau, sendo que da procura externa destaca-se o turismo.

Para além do choque do lado da oferta e do choque do lado da procura, existe ainda o efeito negativo da incerteza nos planos de investimento dos agentes económicos e o impacto negativo das restrições de liquidez nas empresas (Comissão Europeia, 2020a).

A atual crise pandémica, que se transformou numa crise económica, através do encerramento de grande parte dos setores económicos e consequente interrupção das cadeias de oferta e procura, é também inédita no sentido em que todos os países são afetados (choque simétrico), quer sejam países industrializados quer sejam países emergentes (Ramos, Ferreira, Cruz, & Barata, 2020). No entanto, apesar de ser um choque simétrico, as consequências são assimétricas para os diversos países, consoante o seu nível de endividamento e dependência do turismo (Ramos *et al.*, 2020).

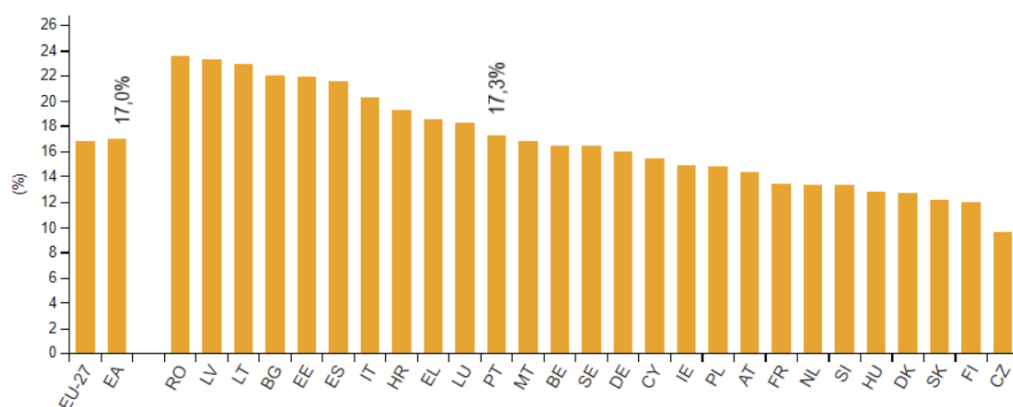
No caso da economia portuguesa, vários são os fatores que a deixam particularmente vulnerável à atual crise económica, para além do elevado peso do turismo, sendo eles a constituição do tecido empresarial português, o elevado número de famílias no limiar da pobreza e a elevada dívida pública.

A elevada dependência do peso do turismo no PIB, como já referido anteriormente, é um dos fatores com mais relevância. A somar a uma elevada dependência turística, Portugal apresenta um tecido empresarial constituído na sua grande maioria por pequenas e médias

empresas (PME⁵), com uma situação financeira vulnerável. Segundo os dados do INE, 99% das empresas em Portugal são pequenas ou médias, o que diminui muito a capacidade do tecido empresarial para responder a uma crise com robustez financeira (INE, 2021d). As empresas desta dimensão têm uma fraca capacidade de resposta no combate à crise em relação às grandes empresas, o que se traduz, a jusante, numa fraca capacidade global de resposta da economia portuguesa (Banco de Portugal, 2020c). Em termos comparativos europeus, Portugal tem uma dimensão média empresarial de 3,4 pessoas, o que contrasta negativamente com os números da Alemanha cuja dimensão média se aproxima de 10 pessoas (números referentes a 2018) (Pordata, 2018).

A elevada percentagem de famílias no limiar da pobreza em Portugal é outro fator que influencia a resposta nacional no combate à crise, uma vez que as famílias nestas condições não têm capacidade de absorver o choque com poupança e necessitam de apoios do Estado para continuar a cumprir as suas obrigações financeiras (caso das moratórias), como já referido anteriormente. Portugal no cenário europeu fica pouco acima da média europeia no que toca à taxa de risco de pobreza: em 2018 cerca de 17,3% portugueses viviam no limiar da pobreza enquanto que na zona euro a taxa era de 17% (Eurostat, 2018).

Figura 9. Taxa de risco de pobreza no ano de 2018 nos países europeus- Percentagem

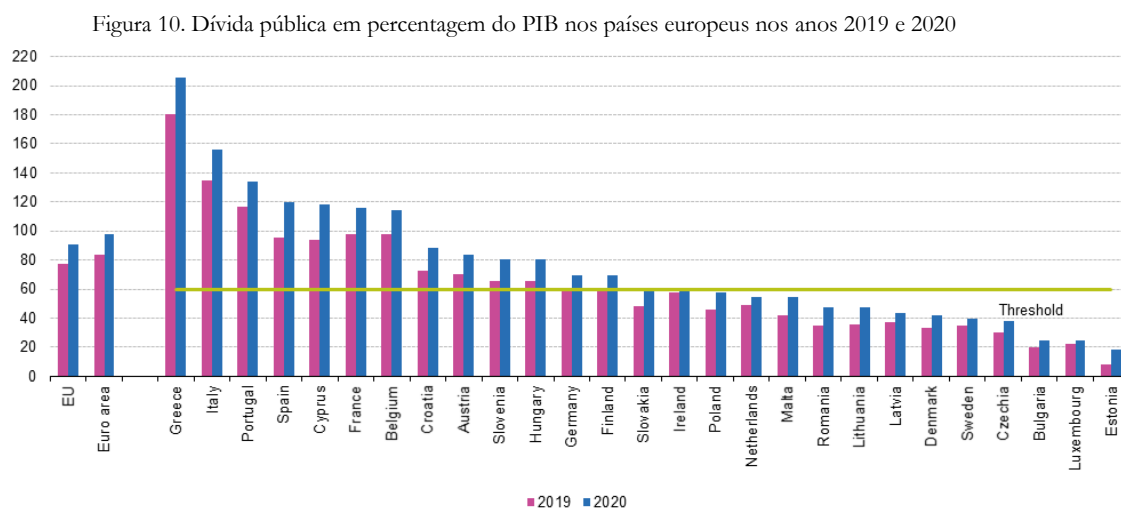


Fonte: Eurostat. Statistics Explained – Estatísticas sobre pobreza monetária 2018

Por fim, a elevada dívida pública de Portugal antes da pandemia condiciona as suas ações no combate à mesma. Segundo a Figura 10, Portugal era em 2019 o terceiro país europeu com maior dívida pública, cerca de 117,2% do PIB, e muito acima da média da zona euro

⁵ A categoria das micro, pequenas e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros (INE, 2021d).

(cerca de 80%) (Eurostat, 2020b). Este valor agravou-se exponencialmente em 2020 com o impacto da pandemia nas contas públicas, como referido anteriormente.



Fonte: Eurostat. Statistics Explained – *General Government debt 2019 and 2020*

3 MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA

A pandemia covid-19 constituiu um desafio sem precedentes com graves consequências económicas para Portugal e para a UE. Com a finalidade de impedir os efeitos negativos sobre a situação financeira das famílias, das empresas e do sistema financeiro, bem como criar as condições para uma rápida recuperação, foram implementadas várias medidas de política económica quer a nível nacional quer a nível europeu.

3.1. POLÍTICA MONETÁRIA

Uma das principais medidas de política económica tomadas pelo BCE para garantir o financiamento das empresas e famílias foi a criação do programa PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). O PEPP é um programa temporário de compra de títulos de dívida dos setores público e privado. Esta medida de política monetária não convencional, foi criada em março de 2020 com o valor inicial de 750 mil milhões de euros, e em dezembro de 2020 passou para 1 850 mil milhões de euros (BCE, 2020a), com o objetivo de evitar a fragmentação do mercado de obrigações soberanas da zona euro, o que permitiu manter os custos de financiamento dos estados-membros em valores relativamente baixos.

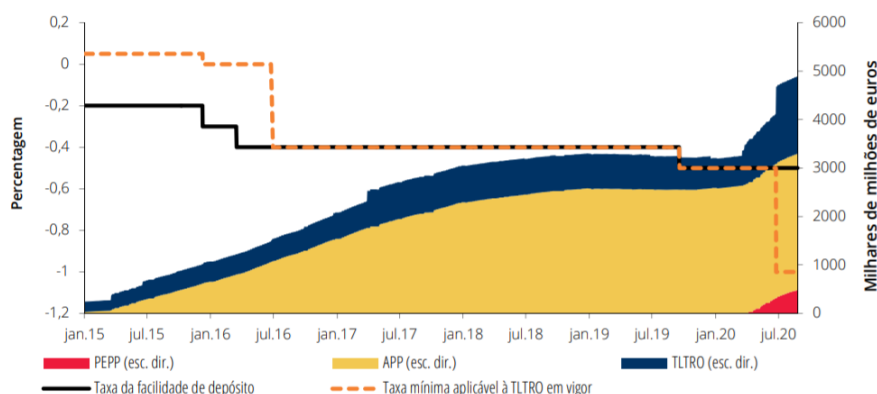
A Figura 11 ilustra como o BCE procurou assegurar uma orientação acomodatória da política monetária (desde 2015 com a introdução dos primeiros programas de compra de ativos TLTRO e APP⁶) através da manutenção de taxas de juro negativas⁷, de um reforço das orientações quanto à manutenção do nível de taxas no futuro (*forward guidance*)⁸, de um aumento das compras de ativos (e respetiva duração) e de uma ampla provisão de liquidez (Banco de Portugal, 2020c).

⁶ TLTRO – *Targeted longer-term refinancing operations*; APP – *Asset Purchases Programme*

⁷ As taxas de juro oficiais do Eurosistema são um dos instrumentos de política monetária ao serviço do BCE para conduzir a política monetária na zona euro. As taxas de juro são a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento (MRO, na sigla em inglês), a taxa de juro da facilidade permanente de cedência marginal de liquidez, ou seja, a taxa a que os bancos podem obter liquidez pelo prazo *overnight* junto do Eurosistema e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, ou seja, a taxa a que os bancos podem constituir depósitos pelo prazo *overnight* junto do Eurosistema. (Banco de Portugal, 2019b). Estas três taxas estão próximas de zero desde 2016, sendo que a taxa facilidade permanente de depósito está mesmo negativa desde 2016. O início da diminuição das taxas de juro começou em 2011 com a crise das dívidas soberanas quando o BCE decidiu começar a baixar as taxas de juro na perspetiva de estimular a economia, e manteve-se até à atualidade. Com a crise pandémica o BCE manteve inalteradas as taxas de juro oficiais, com a mesma perspetiva de incentivar a economia pela via do investimento, consumo e exportações.

⁸ *Forward guidance* ocorre quando um banco central, neste caso o BCE, fornece indicações sobre a orientação futura da política monetária. Tal significa que o BCE comunica as suas intenções em termos de política monetária, com base na avaliação das perspetivas para a estabilidade de preços (BCE, 2017a). No caso da pandemia o BCE comunicou aos mercados que iria manter as taxas de juro inalteradas, que iria alterar a meta de inflação para 2%, e em relação ao PEPP comunicou as alterações ao pacote que ocorreram em dezembro de 2020 e foi fornecendo indicações sobre o ritmo de compra de ativos como forma de guiar e tranquilizar os mercados e os agentes económicos.

Figura 11. Política monetária do BCE: taxas de juro, TLTRO e programas de compras - Percentagem e milhares de milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. Boletim Económico outubro 2020 página 70

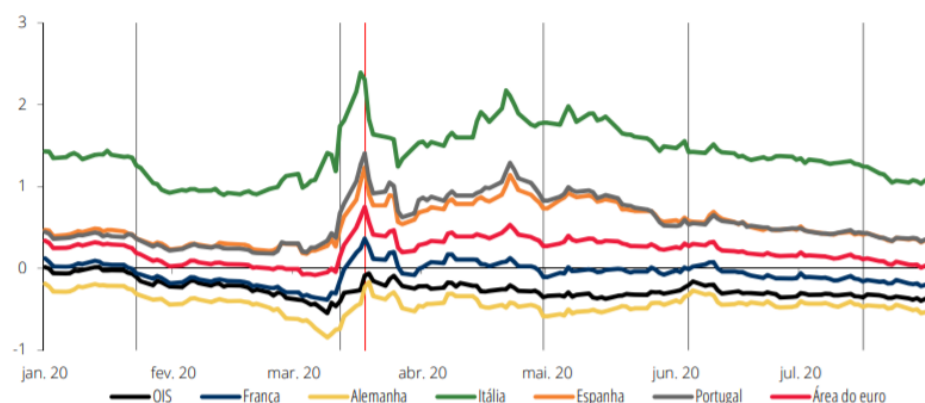
Para além destas medidas, o BCE aumentou o montante dos empréstimos que disponibiliza aos bancos alargando os critérios aplicáveis aos ativos apresentados como garantia, flexibilizou o montante de fundos próprios que constitui as reservas dos bancos, ofereceu opções de crédito imediatas a taxas favoráveis aos bancos solventes que, de repente, se depararam com uma escassez temporária de fundos, e reativou algumas linhas de swap⁹ (BCE, 2020a).

O programa temporário de compra de ativos PEPP pode ser considerado uma política de *quantitative easing*, outra medida de política monetária não convencional, que se define pela injeção de liquidez nos bancos (reservas) para além do que é necessário para manter as taxas de juro próximas de zero (Mota, 2017). Esta política é executada através da compra em larga escala de ativos financeiros por parte do BCE, fazendo aumentar o preço desses ativos e, por consequência, diminuir as suas taxas de juro (Mota, 2017); tal como efetuado ao abrigo do programa PEPP.

Tal como mostra a Figura 12, o anúncio da implementação do PEPP em março de 2020 em conjunto com outras medidas de política monetária, acalmaram imediatamente os mercados. Na Figura 12, pode-se observar que Portugal está a financiar-se com as mesmas taxas de juro a 10 anos Espanha desde o segundo trimestre de 2020 e, inclusivamente, financiou-se a taxas mais baixas em junho do mesmo ano, e em relação à Alemanha a diferença das taxas é inferior a 1 pp.

⁹ No atual período de incerteza, a procura de ativos em moeda externa por parte dos clientes pode aumentar e, se os bancos não detiverem reservas suficientes, os mercados podem tornar-se instáveis. Em consequência, os bancos centrais estabelecem linhas de swap de divisas entre si, que permitem a troca de reservas na respetiva moeda nacional por reservas na moeda nacional do banco central do outro país.

Figura 12. Taxas de juro a 10 anos sem risco (OIS) e de dívida pública para Portugal e para as maiores quatro economias-
Porcentagem



Fonte: Banco de Portugal. Boletim Económico outubro 2020 página 70

Notas: As linhas verticais a preto sinalizam as reuniões do Conselho do BCE e a **linha a vermelho representa o anúncio do PEPP** (Banco de Portugal, 2020c).

Outras medidas de política monetária não convencional adotadas pelo BCE foram as operações de refinanciamento de prazo alargado associadas à pandemia (PELTRO em inglês), anunciadas a 30 de abril de 2020 pelo Conselho Europeu, que têm por objetivo reforçar os apoios de liquidez ao sistema bancário da área do euro. As PELTRO são disponibilizadas com taxas de juro de 25 pontos base inferior ao nível médio da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento (MRO), e beneficiam das medidas de flexibilização do quadro de ativos de garantia até ao final de setembro de 2021 (Banco de Portugal, 2020e). Para além destas medidas, o BCE manteve as taxas de juro diretoras em níveis baixos, aumentou a capacidade de crédito dos bancos¹⁰ e apoiou o acesso das empresas e famílias a crédito¹¹ (BCE, 2020a).

3.2. MEDIDAS TOMADAS PELA UE NO COMBATE À COVID-19

A pandemia covid-19 teve consequências profundas e disruptivas em todos os estados-membros. Em 19 de março de 2020 a Comissão Europeia adotou um novo Quadro Temporário relativo a medidas de auxílio estatal para apoiar a economia, com base no artigo

¹⁰ O BCE incentivou os bancos a utilizarem as suas reservas de fundos próprios e de liquidez para efeitos de concessão de empréstimos e de absorção de perdas, ajudando assim a estabilizar a economia real. A possibilidade de utilização das reservas foi ainda apoiada pela decisão de permitir que os bancos operem abaixo do requisito combinado de reservas de fundos próprios até pelo menos ao final de 2022 (BCE, 2020b).

¹¹ O BCE aumentou o montante dos empréstimos que disponibiliza aos bancos e agilizou o seu acesso ao financiamento de forma a conceder crédito aos mais atingidos pela pandemia, incluindo pequenas e médias empresas.

nº107, nº3, alínea b), do TFUE¹² (Comissão Europeia, 2020a). Uma aplicação orientada e proporcionada das regras de controlo dos auxílios estatais da UE visa garantir que as medidas nacionais de apoio são eficazes para ajudar as empresas afetadas durante o surto de covid-19, mas também para lhes permitir recuperar da situação atual, tendo presente a importância de concretizar a dupla transição ecológica e digital, de acordo com os objetivos da UE (Comissão Europeia, 2020a).

O Quadro Temporário prevê cinco tipos de auxílios, sendo eles: subvenções, garantias estatais, empréstimos públicos, salvaguardas para os bancos e seguro de crédito à exportação (Comissão Europeia, 2020a).

- i. **Subvenções diretas, adiantamentos reembolsáveis ou benefícios fiscais:** os estados-membros podem criar regimes de subvenções diretas, benefícios fiscais, adiantamentos reembolsáveis ou facilidades de pagamento, que podem ir até 800 000 euros para ajudar uma empresa a fazer face a necessidades urgentes de liquidez (Comissão Europeia, 2020a).
- ii. **Garantias estatais para empréstimos contraídos por empresas junto de bancos:** os estados-membros podem fornecer garantias estatais para garantir que os bancos continuam a conceder empréstimos aos clientes que deles necessitam, assegurando assim o acesso à liquidez (Comissão Europeia, 2020a).
- iii. **Empréstimos públicos subvencionados às empresas:** os estados-membros podem conceder às empresas empréstimos com taxas de juro bonificadas durante um período limitado e para um montante de empréstimo limitado. Estes empréstimos podem ajudar as empresas a cobrir as necessidades imediatas para fundo de maneo e investimento.
- iv. **Salvaguardas para os bancos que canalizam os auxílios estatais para a economia real:** alguns estados-membros tencionam desenvolver as capacidades de concessão de crédito atuais dos bancos (garantias públicas e taxas de juro bonificadas) e utilizá-las como canal de apoio às empresas, em especial pequenas e médias empresas (Comissão Europeia, 2020a).
- v. **Seguro de crédito à exportação em operações garantidas a curto prazo:** o quadro introduz uma maior flexibilidade quanto à forma de demonstrar que

¹² Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

determinados países não são riscos negociáveis¹³, permitindo assim que o estado forneça um seguro de crédito à exportação a curto prazo, sempre que necessário (Comissão Europeia, 2020a).

No dia 20 de março de 2020 foi ativada pela Comissão Europeia, pela primeira vez, a cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)¹⁴, de forma a permitir que os estados-membros se desviem temporariamente das obrigações normais estabelecidas no quadro orçamental europeu, a fim de permitir uma resposta eficaz à crise pandémica (Comissão Europeia, 2020b).

Para além das medidas temporárias de apoio estatal e da ativação da cláusula de derrogação do PEC, a UE começou a trabalhar todos os instrumentos disponíveis para enfrentar a pandemia e atenuar as suas consequências. O Plano de Recuperação Económica da UE, que será desenvolvido na seção 3.5, é o principal instrumento de combate à pandemia e assenta em dois instrumentos de apoio financeiro principais: o *Next Generation EU* e o Quadro Financeiro Plurianual. A este esforço financeiro, acresce o SURE (*Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) (100 mil milhões para o período 2020-2022) (Eurocid, 2020).

3.3. MEDIDAS TOMADAS POR PORTUGAL NO COMBATE À COVID-19

O governo tomou diversas medidas dirigidas diretamente aos agentes económicos mais afetados pelas medidas sanitárias de contenção da pandemia de forma a assegurar-lhes liquidez. As primeiras medidas foram apresentadas ainda em março de 2020, tendo sido progressivamente aprofundadas, com o Programa de Estabilização Económica e Social (PEES) e com o Orçamento do Estado Suplementar, em junho de 2020 (Banco de Portugal, 2020c). Neste sentido, o governo anunciou um conjunto de medidas de apoio às empresas e famílias, que têm servido de “balão de oxigénio” para a economia portuguesa (Banco de Portugal, 2020f):

- i) o apoio à retoma progressiva/*layoff* simplificado;
- ii) a moratória ao pagamento de juros e capital de créditos já existentes;
- iii) o acesso a novos créditos com juros bonificados ou garantias do Estado;
- iv) a suspensão do pagamento de obrigações fiscais e contributivas

¹³ Riscos negociáveis são riscos comerciais e políticos dos devedores públicos e não públicos estabelecidos nos países enumerados no anexo da Comunicação da Comissão Europeia relativa ao seguro de crédito à exportação em operações garantidas a curto prazo, com um período máximo de risco inferior a dois anos (Comissão Europeia, 2020a).

¹⁴ O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) foi introduzido como parte da terceira fase da UEM. Foi concebido para garantir a manutenção da sanidade das finanças públicas por parte dos países da UE após a introdução da moeda única.

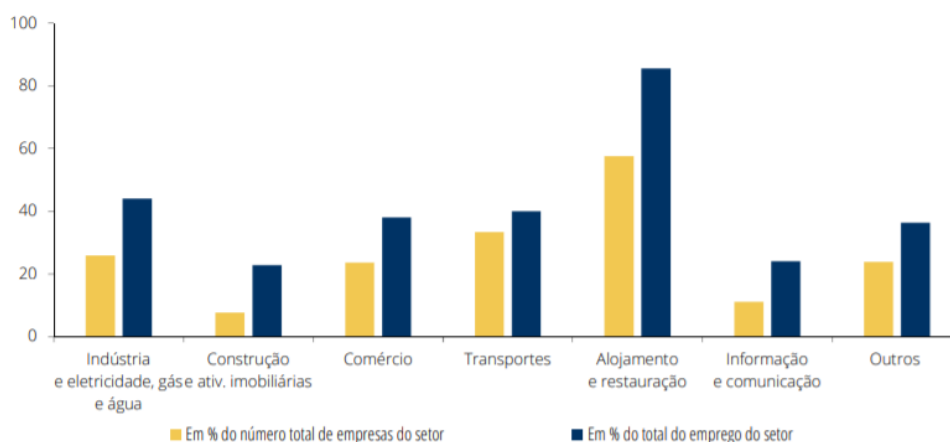
v) incentivo extraordinário à normalização da atividade económica.

Destas medidas as que têm impacto nas contas públicas são o *layoff* (lado da despesa) e a suspensão do pagamento de obrigações por parte dos contribuintes (lado da receita). Mais à frente, na subsecção 3.3.6 serão abordadas estas, e outras medidas com impacto orçamental, numa análise comparativa.

3.3.1. REGIME *LAYOFF* SIMPLIFICADO

O regime *layoff* simplificado, uma medida excecional e temporária de proteção dos postos de trabalho, permitiu às empresas a redução temporária do período normal de trabalho ou suspensão de contrato de trabalho, no âmbito da pandemia covid-19. Esta medida é uma medida com impacto nas contas públicas e, como será visto na subsecção 3.3.6, é aquela com maior impacto orçamental. A possibilidade de recurso ao *layoff* simplificado foi limitada às empresas com uma situação fiscal regularizada que tinham registado uma redução de pelo menos 40% da faturação, ou empresas que tinham encerrado total ou parcialmente devido ao dever de encerramento (Banco de Portugal, 2020c). Cerca de 115 mil entidades empregadoras entregaram pedidos de *layoff* simplificado até ao final de julho de 2020, correspondendo a um universo potencial de 1 367 000 trabalhadores abrangidos (Gabinete de Estratégia e Planeamento, 2021). A proporção de empresas beneficiárias desta medida foi mais elevada no setor de alojamento e restauração (57,5%) e, em menor grau, no de transportes (33,5%) (Figura 13). O setor de alojamento e restauração destaca-se também pela percentagem de trabalhadores potencialmente abrangidos (85,5%).

Figura 13. Empresas e trabalhadores potencialmente abrangidos pelo *layoff* simplificado, por setor de atividade - Percentagem

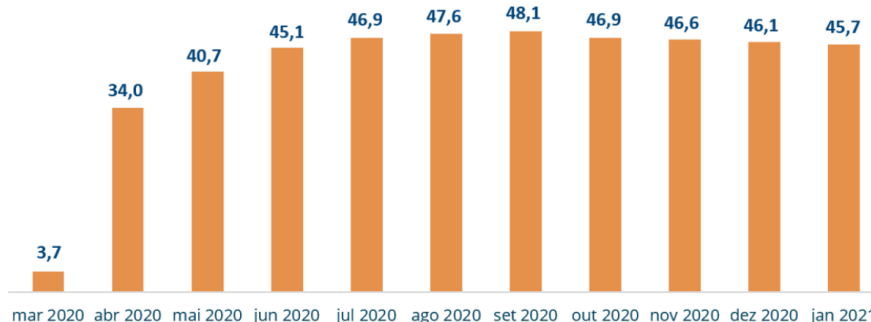


3.3.2. MORATÓRIAS DE CRÉDITO

Entrou em vigor no dia 27 de março de 2020 o regime de moratórias públicas, definida no Decreto-Lei n.º 10-J/2020, que estabeleceu medidas extraordinárias de proteção de clientes bancários no âmbito das obrigações decorrentes de contratos de crédito. Este regime previa a prorrogação, por um período definido, dos créditos com pagamento de capital no final do contrato, incluindo juros ou garantias, designadamente prestadas através de seguro ou em títulos de crédito, sem que tal origine qualquer incumprimento contratual (Banco de Portugal, 2020g). O período inicial de vigência das moratórias bancárias era de 27 de março a 30 de setembro de 2020, tendo o governo português alargado o prazo para 21 de março de 2021 numa primeira fase, e para 30 de setembro de 2021 numa segunda fase.

De acordo com a Figura 14, o maior aumento na adesão às moratórias foi registado em abril de 2020, o mês seguinte à introdução desta medida. O montante máximo de 48,1 mil milhões de euros foi atingido em setembro de 2020 e, desde então, manteve-se uma tendência decrescente, para a qual contribuiu o término de algumas moratórias privadas¹⁵ (Banco de Portugal, 2021d).

Figura 14. Montante de crédito em moratória em mil milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. BPstat. Disponível a partir de <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/noticias/1281>

3.3.3. LINHAS DE CRÉDITO COM GARANTIA PÚBLICA

A criação de linhas de crédito com garantia pública pretendeu suprir necessidades de liquidez decorrentes do impacto da pandemia. O montante das linhas de crédito para empresas, inicialmente estabelecido em 6 200 mil milhões de euros, foi duplicado para 13 mil

¹⁵ Moratórias disponibilizadas por instituições financeiras, aplicáveis a contratos de crédito não abrangidos pela moratória pública e direcionadas especialmente para os particulares.

milhões de euros (0,6% do PIB) em junho de 2020 ao abrigo do PEES (Programa de Estabilização Económica e Social) (PEES, 2020). Com esta medida, o governo reforçou a política pública de promoção das condições de financiamento das empresas, através de linhas de crédito com garantia pública, destinadas a financiamentos até 50 mil euros de micro e pequenas empresas de todos os setores de atividade (PEES, 2020).

3.3.4. SUSPENSÃO DO PAGAMENTO DE OBRIGAÇÕES FISCAIS E CONTRIBUTIVAS

O Decreto-Lei n.º 10-F/2020 de 26 de março de 2020 estabeleceu um regime excecional e temporário de cumprimento de obrigações fiscais e contribuições sociais, no âmbito da pandemia da covid-19. Este documento aprovou um regime de flexibilização dos pagamentos relativos ao IVA, IRS e IRC¹⁶ a cumprir no segundo trimestre de 2020, assim como uma flexibilização do pagamento diferido das contribuições devidas pelas entidades empregadoras e pelos trabalhadores independentes (Diário da República, 2020).

3.3.5. INCENTIVO EXTRAORDINÁRIO À NORMALIZAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÓMICA

O Decreto-Lei n.º 10-G/2020 de 26 de março de 2020 aprovou a atribuição de um apoio ao empregador na fase de regresso dos seus trabalhadores à prestação normal de trabalho e de normalização da atividade empresarial, a conceder pelo IEFP, através de duas modalidades de apoio (IEFP, 2020):

- i. apoio no montante de uma retribuição mínima mensal garantida (RMMG) por trabalhador abrangido pelo apoio extraordinário à manutenção de contrato de trabalho ou pelo plano extraordinário de formação, pago de uma só vez;
- ii. apoio no montante de duas RMMG por trabalhador abrangido pelo apoio extraordinário à manutenção de contrato de trabalho ou pelo plano extraordinário de formação, pago de forma faseada ao longo de seis meses.

3.3.6. MEDIDAS COM MAIOR IMPACTO ORÇAMENTAL

No primeiro semestre, o impacto das medidas implementadas no défice orçamental situou-se em 0,9% do PIB projetado pelo Banco de Portugal para 2020 (Banco de Portugal, 2020c). Como mostra a Figura 15, o *layoff* simplificado é a medida com maior impacto

¹⁶ IVA - Imposto sobre o Valor Acrescentado; IRS (Imposto sobre Rendimento das Pessoas Singulares); IRC (Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas).

orçamental, com cerca de 0,4% do PIB no primeiro semestre de 2020, e 0,9% do PIB no ano de 2020 (Banco de Portugal, 2020c). Significa isto que o Estado gastou, até julho de 2020, 750 milhões de euros com esta medida (Banco de Portugal, 2020a).

A suspensão dos processos de execução fiscal e contributiva (representada a azul na Figura 15), em vigor entre abril e junho de 2020, mantendo-se a possibilidade de pagamento voluntário, teve um impacto de 0,1% do PIB no primeiro semestre de 2020 e 0,6% no total do mesmo ano (Banco de Portugal, 2020c).

As medidas de apoio ao rendimento (representadas a verde na Figura 15) também tiveram uma expressão significativa no orçamento, sendo elas (Banco de Portugal, 2020c):

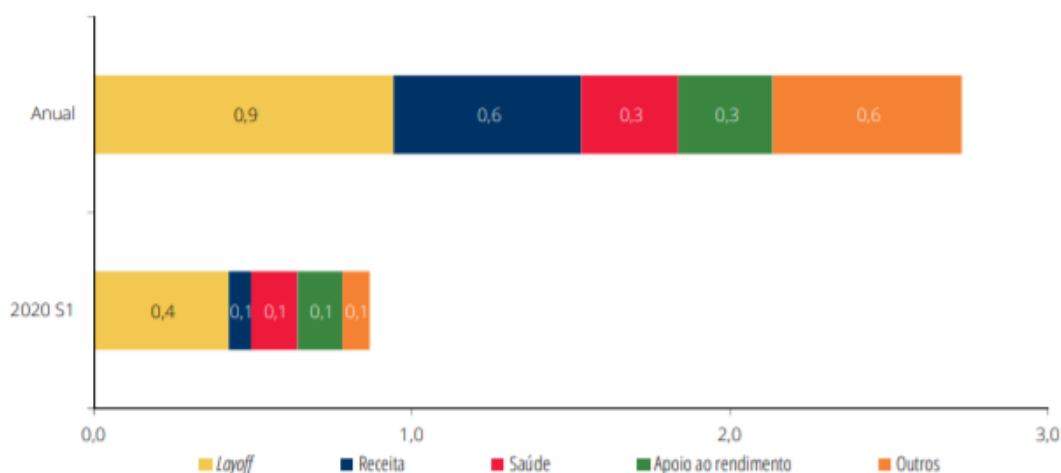
- i. a criação do apoio extraordinário à redução da atividade económica dos trabalhadores independentes¹⁷;
- ii. o apoio excecional às famílias – associado à interrupção letiva e aplicável quando nenhum dos progenitores pudesse realizar teletrabalho;
- iii. o subsídio de isolamento profilático.

A despesa com estas medidas de apoio ao rendimento teve um impacto de 0,1% no primeiro semestre de 2020 e 0,3% no ano de 2020 - Figura 15 (Banco de Portugal, 2020c).

A despesa do Serviço Nacional de Saúde (SNS) com equipamentos de proteção individual, medicamentos e ventiladores (representada a vermelho na Figura 15) teve um efeito de 0,1% do PIB no primeiro semestre de 2020 (Banco de Portugal, 2020c). Por último, outras medidas associadas à pandemia (representadas a laranja na Figura 15), que abrangeram a compra de equipamento de proteção individual e a adaptação de postos trabalho na administração pública, tiveram um impacto no défice do primeiro semestre de 2020 de 0,1% do PIB e 0,6% no total do ano de 2020 (Banco de Portugal, 2020c).

¹⁷ Apoio destinado aos trabalhadores independentes e empresários em nome individual, sujeitos à suspensão de atividades ou encerramento de instalações e estabelecimentos por determinação legislativa ou administrativa de fonte governamental, e enquanto se mantiver o estado de emergência (Segurança Social, 2020).

Figura 15. Impacto das medidas de política no contexto da pandemia | Percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal. Boletim Económico outubro de 2020 página 75

No entanto, como será abordado já a seguir no subcapítulo 3.4, o volume destas medidas orçamentais ficou muito abaixo da média europeia, tendo Portugal sido dos países com menor esforço orçamental da zona euro.

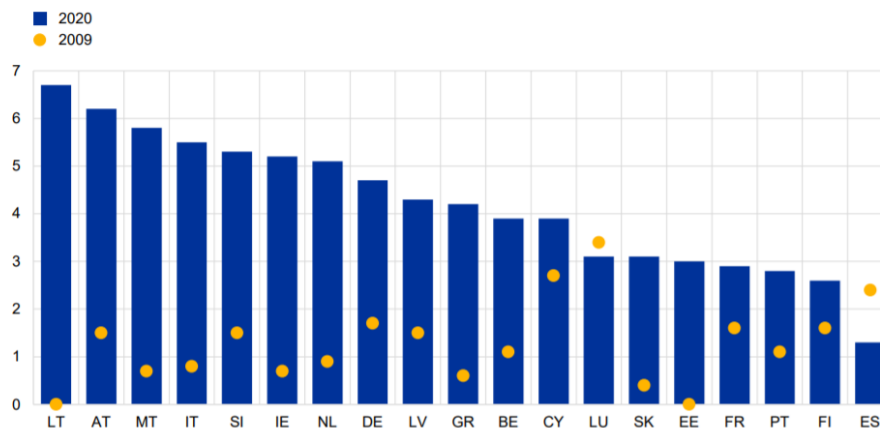
3.4. PORTUGAL NO CENÁRIO EUROPEU - MEDIDAS ORÇAMENTAIS

O impacto das medidas fiscais discricionárias dos vários estados-membros sobre os saldos orçamentários em 2020 está apresentado na Figura 16¹⁸. Segundo o *economic bulletin* elaborado pelo BCE, esta comparação orçamental apresenta algumas dificuldades, nomeadamente ao nível dos estabilizadores automáticos (como os subsídios de desemprego ou a proteção social), uma vez que estes estabilizadores existem com intensidade variada nos estados-membros, e esta componente não é considerada nesta avaliação. Ainda assim, o *economic bulletin* indica que o estímulo médio da resposta orçamental da zona euro situou-se nos 4% do PIB e, entre os países mais endividados da zona euro, o maior estímulo foi o de Itália, acima de 5% do PIB, seguindo-se o da Grécia, acima de 4% do PIB. (BCE, 2021b). O estímulo de Espanha foi o único inferior a 2% do PIB e o mais baixo, ao passo que o estímulo da Lituânia (de quase 7% do PIB) foi o mais elevado (BCE, 2021b). Portugal destaca-se pela prudência

¹⁸ O boletim económico do BCE adverte que esta comparação orçamental tem várias dificuldades. Em primeiro lugar, apesar de a origem ser a mesma, o impacto da pandemia não é igual em todas as economias, tanto pela sua composição (maior exposição do turismo, por exemplo) como pelo número de casos, o que condiciona os estímulos orçamentais. Em segundo lugar, os estabilizadores automáticos. Em terceiro lugar, nesta estimativa não constam os apoios orçamentais que os estados mobilizaram no final de 2020 com a crescente onda de infeções que afetou vários países europeus, levando-os novamente a impor restrições mais fortes (BCE, 2021b).

no combate à pandemia, uma vez que teve o terceiro estímulo direto mais baixo, menos de 3% do PIB, apenas acima da Finlândia e de Espanha.

Figura 16. Medidas fiscais no combate à covid-19 com impacto no orçamento em 2020 – em percentagem do PIB



Fonte: BCE - Economic Bulletin, Issue 1/2021 página 85.

Significa isto que Portugal foi o terceiro país da zona euro mais “poupado” no combate à pandemia no cenário europeu. Ora, Portugal com um dos estímulos orçamentais mais fracos por causa do aumento do défice, mesmo quando comparado com os países do sul, e com uma das maiores quedas do PIB devido à dependência do turismo, tem poucos instrumentos de combate à crise económica. Neste contexto, é mais uma vez necessária uma resposta excecional e conjunta por parte da UE, como é o exemplo da mutualização da dívida pública, como será discutido no capítulo 4.

Em comparação com os estímulos orçamentais realizados pelos estados-membros durante a crise das dívidas soberanas (ano de 2009 na Figura 16), é possível observar que no caso de Portugal o esforço orçamental foi bastante superior na atual crise, o que é positivo do ponto de vista da retoma económica. Este facto verificou-se para a maioria dos restantes países, à exceção do Luxemburgo e de Espanha cujo estímulo orçamental foi superior aquando da crise das dívidas soberanas.

É evidente pela observação da Figura 16, que a visão dos países sobre a dimensão dos respetivos pacotes fiscais foi bastante distinta. A Lituânia, Áustria e Malta decidiram investir uma parte significativa do seu PIB em medidas de combate à pandemia como a criação de fundos de crise de emergência para apoiar empresas e empregos em perigo, e gastos ao nível do setor da saúde. Desta forma, esperam combater eficazmente a pandemia e caminhar a passos largos para a recuperação económica. Por outro lado, países como Espanha e Portugal

optaram por gastar menos recursos no combate à pandemia, de forma a não aumentar o seu défice, o que atrasa significativamente a recuperação por falta de estímulos económicos.

A Figura 17 representa para os anos 2019 e 2020, os défices orçamentais dos países da UE, onde se pode observar que Portugal controlou bastante melhor o défice que os restantes países do sul, como Espanha, Malta, Grécia e Itália, e ficou abaixo da média da UE. O controlo do défice por parte de Portugal é resultado do baixo esforço orçamental das medidas de combate à pandemia, e um baixo esforço orçamental reflete-se na falta de estímulos para reavivar a economia e no provável atraso da recuperação.

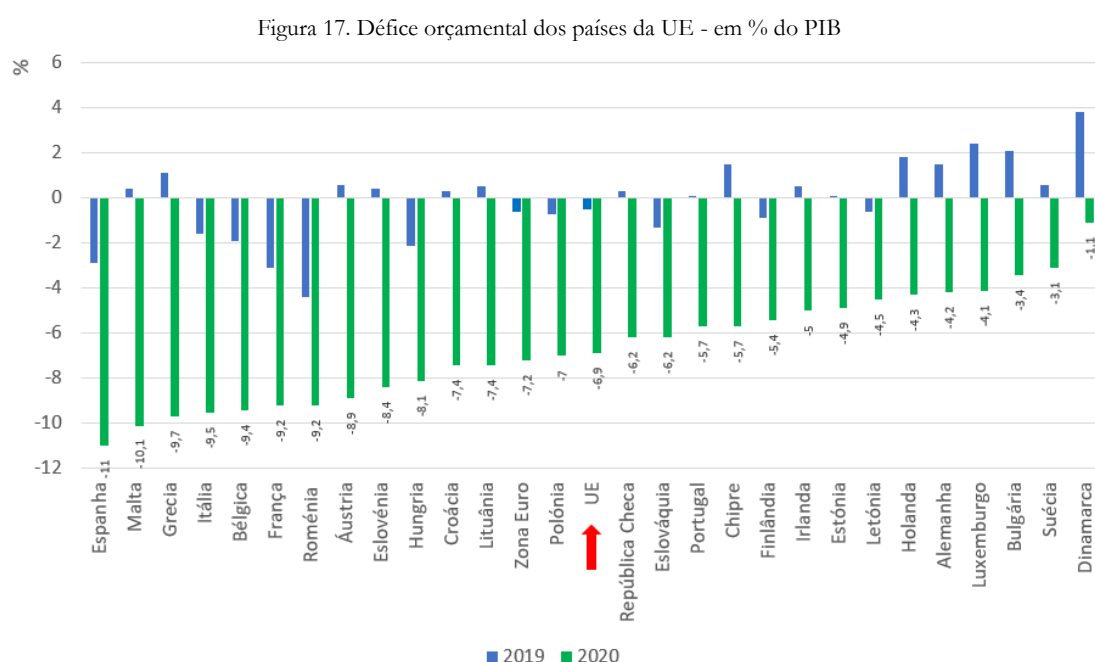
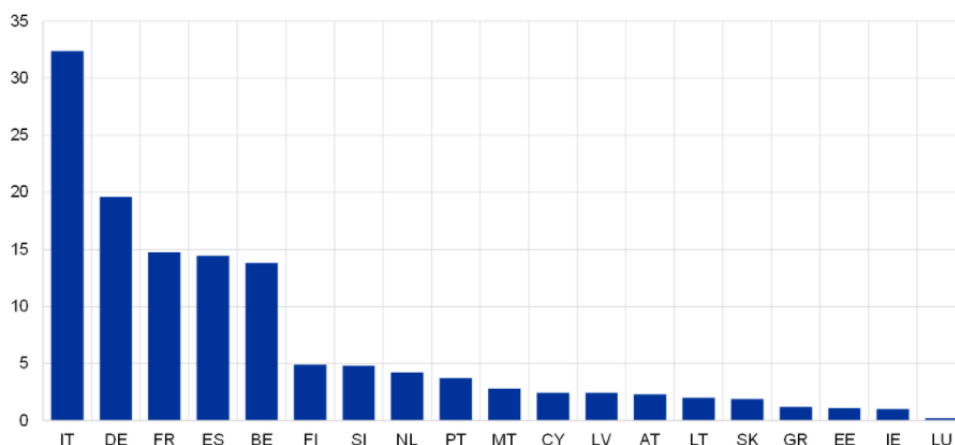


Gráfico elaborado pela autora. Eurostat, Euroindicators - *Provision of deficit and debt data for 2020 - first notification* 48/2021 - 22 April 2021

Ao nível da zona euro, as garantias anunciadas ascenderam a mais de 16% do PIB - Figura 18 (BCE, 2021b). Neste instrumento, Portugal ficou bastante aquém da média europeia: a linha de crédito de garantias estatais de 13 mil milhões de euros correspondeu a menos de 5% do PIB nacional. Os maiores pacotes de linhas de crédito foram desenvolvidos pela Itália, onde o peso das garantias estatais correspondeu a mais de 30% do PIB, seguida pela Alemanha com linhas de crédito com montantes de cerca de 20% do PIB alemão (BCE, 2021b). Espanha apesar de, no cômputo geral, ter apresentado o estímulo orçamental mais baixo da zona euro, no que toca à criação de linhas de crédito com garantia estatal, foi o quarto país da zona euro com o maior pacote, cerca de 100 mil milhões de euros, o que correspondeu a pouco menos de 15% do PIB (BCE, 2021b).

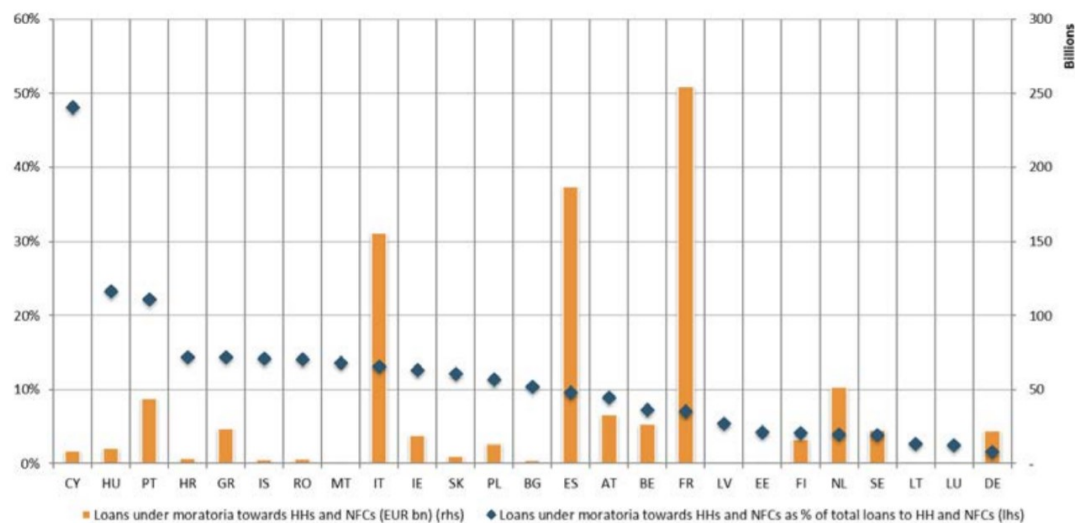
Figura 18. Peso das garantias estatais prestadas em 2020 - Em percentagem do PIB de 2019



Fonte: BCE - Economic Bulletin, Issue 1/2021 página 91.

No que diz respeito à medida das moratórias públicas, Portugal é o terceiro país com mais moratórias no crédito na Europa em função do total de empréstimos -Figura 19. Mais de 20% do crédito encontrava-se protegido pelo regime que suspende temporariamente o pagamento das prestações (EBA, 2020). Apenas Chipre e Hungria superaram Portugal neste capítulo, sendo que no caso do Chipre quase metade (48,1%) dos empréstimos estavam abrigados pelas moratórias. França liderava este *ranking* em termos absolutos, apresentando um volume de crédito sob moratória de 254 mil milhões de euros, seguida por Espanha e Itália com 186,9 mil milhões de euros e 155,7 mil milhões de euros em crédito, respetivamente (EBA, 2020). Pelo contrário, países como a Alemanha, o Luxemburgo e Letónia detinham a menor percentagem de empréstimos em moratórias.

Figura 19. Volume de empréstimos concedidos a HHs e NFCs¹⁹ através de moratórias em percentagem do total de empréstimos concedidos e em valores absolutos (bilhões de euros) em junho de 2020

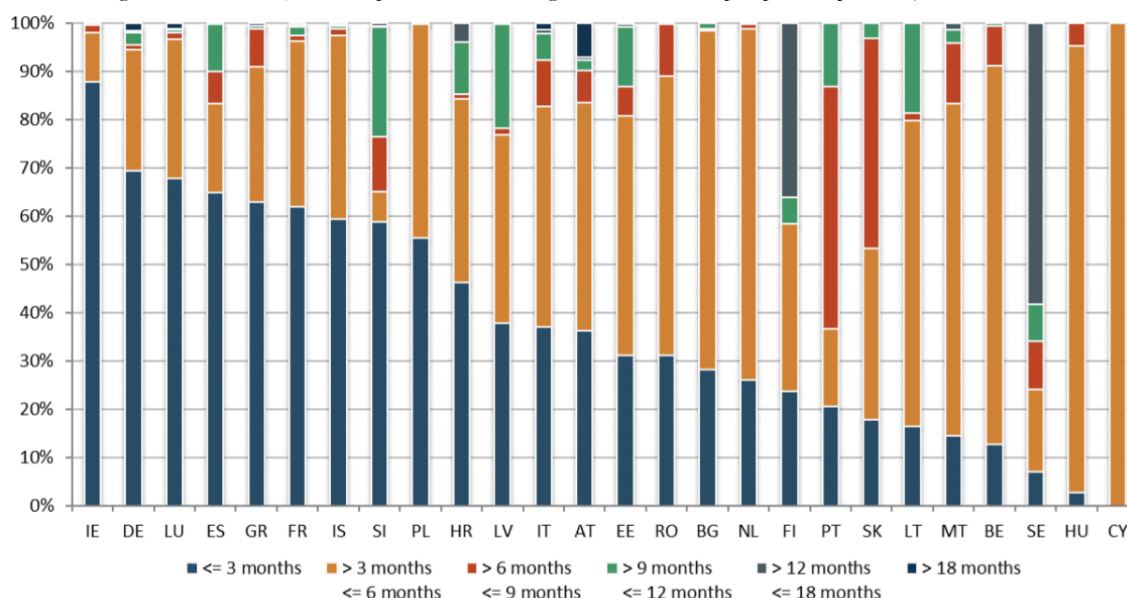


Fonte: EBA - First evidence on the use of moratoria and public guarantees in the eu banking sector – novembro 2020
página 10

Em relação à duração das moratórias, Portugal foi dos países da Europa a implementar as moratórias mais longas (EBA, 2020). Na Figura 20 é possível observar que 80% das moratórias portuguesas tinham uma duração superior a três meses, o que contrasta com os pacotes implementados pela Alemanha ou Luxemburgo, onde 70% das moratórias duravam menos de três meses (EBA, 2020). A taxa de poupança das famílias e das empresas portuguesas é muito inferior à média europeia (Eurostat, 2019). Por esta razão, Portugal foi dos países que adotou os prazos mais alongados devido ao receio de aumento do incumprimento dos mutuários.

¹⁹ HHs sigla em inglês que significa *households*. NFCs sigla em inglês que significa *non-financial corporations*.

Figura 20. Distribuição de empréstimos sob o regime de moratória por prazo e país em junho de 2020



Fonte: EBA - *First evidence on the use of moratoria and public guarantees in the eu banking sector* – novembro 2020 página 15

Concluindo, no cenário europeu, Portugal teve das maiores quedas do PIB da UE com o contributo do setor do turismo que tem um peso elevado no PIB e no emprego nacional. Esta situação é transversal aos países do sul, como é o caso da Grécia, Malta, Espanha, Croácia e Chipre. No caso de Portugal, o estímulo orçamental em comparação com os seus homólogos europeus foi muito baixo e, por isso, provavelmente insuficiente para enfrentar as consequências económicas inéditas da crise pandémica. Neste sentido, a resposta tem necessariamente de ser uma resposta a nível europeu, integrada, coordenada e solidária, financiada eventualmente por uma forma de mutualização da dívida pública, uma vez que uma crise de contornos devastadores e heterogéneos para a economia dos vários estados-membros, só pode ser combatida com medidas de carácter igualmente inédito e enquadradas a nível europeu.

3.5. PLANO DE RECUPERAÇÃO DA UE

No dia 21 de julho de 2020, os líderes europeus acordaram num plano comum de recuperação da economia da zona euro. Este plano de recuperação para a UE, também conhecido por “bazuca” europeia, consiste num pacote de cerca de 1 824,3 mil milhões de euros para 2021-2027 (13% do PIB da UE de 2019), e é o maior pacote de medidas de estímulo alguma vez financiado pelo orçamento da UE (BCE, 2020a).

O plano aprovado pelo Parlamento Europeu em dezembro de 2020 combina o Quadro Financeiro Plurianual²⁰ (QFP) de 1 074,3 mil milhões de euros com um orçamento extraordinário de recuperação, o instrumento *Next Generation EU* no valor de 750 mil milhões, e ajudará a UE a recuperar da pandemia, apoiando o investimento nas transições ecológica e digital (Conselho Europeu, 2020). Juntamente com os fundos no valor de 540 mil milhões já criados para apoiar os trabalhadores, empresas e estados-membros, o pacote global criado pela UE como resposta à crise pandémica ascende a 2 364,3 mil milhões de euros (Conselho Europeu, 2020). Neste quadro, o NGEU assume particular importância, já que as suas verbas têm como único objetivo a retoma da economia.

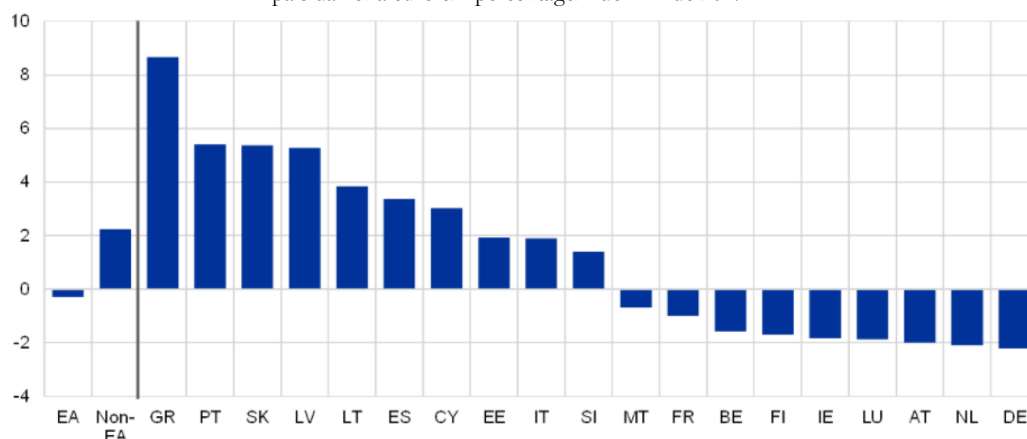
3.5.1. *NEXT GENERATION EU*

O instrumento NGEU pretende tornar as economias e sociedades europeias mais sustentáveis, resilientes e mais bem preparadas para os desafios e as oportunidades das transições ecológica e digital. O valor de 750 mil milhões do instrumento NGEU foi dividido em subvenções (390 mil milhões de euros) e em empréstimos (360 mil milhões de euros) (Comissão Europeia, 2020c). Das subvenções, 70% serão alocadas com base nas diferenças entre países entre 2015 e 2019, assumindo indicadores como a população, o PIB e a taxa de desemprego média (Comissão Europeia, 2020c). Os restantes 30% serão alocados consoante a queda do PIB em 2020 e nos anos seguintes (Comissão Europeia, 2020c).

De acordo com a Figura 21, a Grécia será o país mais beneficiado (da área euro, fora da área euro o país mais beneficiado é a Croácia) tendo em conta os critérios atrás descritos. Portugal vem logo a seguir à Grécia e vai receber 15,3 mil milhões de euros a fundo perdido, o que equivale a mais de 5% do PIB português (BCE, 2020c). Verifica-se que os países do sul, como Grécia, Portugal, Espanha, Itália e Chipre, são os países mais beneficiados pelo NGEU, em detrimento dos países do norte como Alemanha, Holanda ou Luxemburgo.

²⁰ O QFP estabelece, para um período de sete anos, os limites de despesas da UE, assegurando também a aplicação de uma adequada disciplina orçamental e identifica as grandes políticas que a UE deseja perseguir ao longo do respetivo período (Comissão Europeia, 2020c).

Figura 21. Mecanismo de Recuperação e Resiliência - Subvenções líquidas do fundo de recuperação europeu para cada país da zona euro em percentagem do PIB de 2019



Fonte: BCE - Economic Bulletin, Issue 1/2021. Notas: Gráfico elaborado com as conclusões da reunião de 21 de julho de 2020 do Conselho Europeu.

Cerca de 4/5 (312 mil milhões de euros) dos 390 mil milhões de euros serão atribuídos ao Mecanismo de Recuperação e Resiliência da UE (Comissão Europeia, 2020c). A parcela restante do fundo de subsídios (77,5 mil milhões de euros) será adicionada ao orçamento existente da UE em programas que oferecem subvenções (Comissão Europeia, 2020c). O dinheiro correspondente a estes fundos será angariado no mercado de capitais (esta parte será melhor desenvolvida na subsecção 4.3.2 e devolvido durante um período de 30 anos entre 2026 e 2058, em parte com novos impostos, incluindo impostos verdes e digitais (Comissão Europeia, 2020c).

Apesar de este plano de recuperação ser uma grande mostra de solidariedade europeia, é necessário questionar se terá ou não as dimensões adequadas para responder aos desafios que enfrenta. Ora, primeiro, tendo em consideração que o défice da zona euro em 2020 ascendeu a 7,2% do PIB (Eurostat, 2020c), o que equivale a cerca de 815 mil milhões de euros²¹, o tamanho considerável deste pacote segundo a Comissão Europeia, rapidamente perde dimensão, e é inclusivamente inferior ao valor do défice. Mais, se se juntar o valor do SURE, totalizando 850 mil milhões, o valor destes pacotes para 7 anos é semelhante ao valor do défice num só ano²².

Segundo, o valor do NGEU de 750 mil milhões de euros é cerca de 6% do PIB da UE, o que é um valor bastante inferior ao plano de resgate dos EUA que consiste num pacote de

²¹Considerando o PIB da zona euro relativo a 2020 de 11.391.219 milhões de euros (Countryeconomy, 2020).

²²Tudo isto se, em 2021, as projeções da Comissão Europeia mantiverem uma perspetiva de crescimento para a zona euro, uma vez que as projeções de outono de 2020 apontavam para um défice de 6,4% (Comissão Europeia, 2021a) e, nesse caso, os pacotes não cobririam o valor do défice acumulado de 2020 e 2021.

estímulo financeiro de cerca de 1,9 biliões de dólares, ou seja, o dobro do estímulo europeu, e equivale a cerca de 10% do PIB americano²³. Significa isto que os EUA vão gastar muito mais dinheiro no combate à pandemia, com vista a uma recuperação económica mais rápida do que a UE.

Neste contexto, é mais uma vez fundamental uma resposta europeia com capacidade para colmatar as consequências económicas negativas da pandemia covid-19. Equacionando que o plano de recuperação da UE (NGEU e QFP) será insuficiente de acordo com o atrás descrito, é relevante trazer para a discussão a possibilidade de financiamento dos estados-membros através da emissão de dívida conjunta, que é uma solução com uma capacidade de resposta bastante superior, como será discutido mais à frente no capítulo 4. Apesar de o método de financiamento do NGEU ser o primeiro passo no caminho da mutualização, como será visto no capítulo 4, ainda há um longo caminho a percorrer.

3.5.2. PARTILHA DO RISCO

O instrumento NGEU é o primeiro exemplo de uma política fiscal comum da UE, uma vez que há partilha de risco por todos os estados-membros, ainda que de forma bastante incipiente (Crescenzi, Giua, & Sonzogno, 2021). No capítulo 4 será abordada esta questão. A fonte de financiamento imediata deste fundo é a emissão de dívida lançada pela Comissão Europeia aos mercados, e o que resulta deste volume de dívida é depois distribuído, conforme as necessidades específicas de cada estado-membro, sob a forma de subvenções (a fundo perdido) ou de empréstimos, que serão pagos em condições bastante favoráveis e a muito longo prazo pelos beneficiários (Batini, Lamperti, & Roventini, 2020). Para contrair aquele empréstimo, ou dívida, a Comissão Europeia deverá dar garantias. Estas garantias são dadas com recursos próprios da UE, nomeadamente pelo lançamento de impostos a aplicar à atividade transnacional, como por exemplo impostos sobre as emissões de carbono ou a tecnologia digital (Batini *et al.*, 2020).

Este modo de financiamento apresenta uma lógica semelhante (mas também algumas diferenças como será explorado na subsecção 4.3.4) à emissão de dívida comum europeia, os designados *coronabonds* em tempo da pandemia, que foram rejeitados pelos estados-membros, nomeadamente por aqueles com maior contribuição financeira para a UE (Batini *et al.*, 2020).

²³ Considerando o PIB dos EUA relativo a 2020 de 18.292.506 milhões de dólares (Countryeconomy, 2020).

4 MUTUALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

4.1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

A UEM foi propositadamente desenhada como uma união monetária sem uma união fiscal (Claessens, Mody, & Vallee, 2012). A discussão da dívida europeia comum começou após a introdução do euro, quando em 2000 o grupo *Giovannini*²⁴ publicou um relatório onde recomendava um aumento da coordenação da emissão da dívida pública com o objetivo final da emissão da dívida conjunta (Giovannini Group, 2000). Esta proposta defendia que a emissão conjunta de dívida europeia oferecia uma alternativa aos *treasury bills* dos EUA e reforçava o euro como moeda de reserva (Giovannini Group, 2000).

Em setembro de 2008, o interesse dos agentes económicos pela emissão conjunta renasceu quando a EPDA²⁵ publicou o documento “*A Common European Government Bond*”, onde afirmava que os mercados europeus de obrigações soberanas continuavam segmentados quase uma década após a introdução do euro, e apontava os prós e contras da emissão conjunta da dívida (Claessens *et al.*, 2012). As propostas de mutualização da dívida podem ser divididas entre as propostas que ocorreram no contexto de conceção da UEM, no contexto da crise das dívidas soberanas e no contexto pandémico, sendo que neste estudo serão abordadas com mais ênfase as duas últimas.

Apesar da discussão da mutualização da dívida remontar ao início do euro, um mecanismo muito semelhante foi utilizado durante a crise do petróleo em 1973 (Horn, Meyer, & Trebesch, 2020). A crise do petróleo foi um choque profundo para todos os estados europeus, tanto a nível económico como a nível político, e para combater esse choque foi implementado o CML (*Community Loan Mechanism*) (Horn *et al.*, 2020). Este mecanismo tinha como objetivo emitir títulos da comunidade europeia nos mercados de capitais privados para apoiar os países em crise. Paralelamente a esta emissão conjunta, a Alemanha fez um empréstimo diretamente à Itália, que tinha sido particularmente afetada pela crise do petróleo (Horn *et al.*, 2020). Não obstante ter sido uma solução particular para aquele evento específico, existem lições que daqui podem ser retiradas na implementação de futuras soluções para uma eventual união fiscal (Horn *et al.*, 2020).

²⁴ O Grupo Giovannini foi formado em 1996 para aconselhar a Comissão Europeia em questões relacionadas com a integração financeira da UE e com a eficiência dos mercados financeiros (Comissão Europeia, 2001).

²⁵ *European Primary Dealers Association*

Mas afinal o que é dívida comum europeia? As chamadas *eurobonds* são, na teoria, instrumentos de dívida emitidos e garantidos por todos os países da zona euro, e podem ser vistos como uma forma de mutualização da dívida na medida em que todos os estados membros garantem coletivamente os reembolsos (Badarau, Huart, & Sangaré, 2021). A nacionalidade do emissor da dívida não seria conhecida, logo as taxas de juro das *eurobonds* seriam as mesmas para todos os países (Badarau *et al.*, 2021). O prémio de risco, em princípio, dependeria do nível médio da dívida europeia e da confiança dos mercados na garantia conjunta de reembolso. As *coronabonds* recuperam a ideia das *eurobonds*, com a diferença de que, enquanto as *eurobonds* apresentam uma finalidade genérica de financiamento, as *coronabonds* teriam como objetivo financiar medidas concretas de combate aos efeitos económicos da pandemia covid-19 (Badarau *et al.*, 2021). Ambos os conceitos, *eurobonds* e *coronabonds* são meramente teóricos uma vez que esta possibilidade de financiamento nunca foi implementada.

4.1.1. PROPOSTAS RELEVANTES NO CONTEXTO DAS DÍVIDAS SOBERANAS

4.1.1.1. BLUE-RED BOND PROPOSAL

Uma das propostas que encontrou mais reconhecimento foi a *Blue-Red Bond*, proposta por (Delpa & Von Weizsäcker, 2010). Esta proposta consistia na mutualização da dívida de cada estado-membro até 60% do PIB, os chamados *blue bonds*, e a restante dívida, os chamados *red bonds*, seriam emitidos a nível nacional. Segundo os autores, este mecanismo permite isolar os bancos dos riscos soberanos nacionais e reduzir os custos dos empréstimos para alguns estados-membros. Qualquer empréstimo residual (ou seja, acima do limite de 60% do PIB) seria através de *red bonds* que refletiriam a credibilidade do próprio estado-membro (Delpa *et al.*, 2010).

Após a proposta inicial, várias alterações têm sido realizadas para explicar que a transição seria gradual, com garantias e financiamento de obrigações comuns faseadas ao longo de um período de três ou quatro anos (Claessens *et al.*, 2012).

4.1.1.2. ESBIES

Outra proposta relevante de emissão de dívida comum foi lançada em 2011 pelo grupo euro-nomics, um grupo informal de economistas, que sugeriu a utilização de engenharia financeira para criar um modelo de dívida segura comum, as chamadas *european safe bonds* (ES-Bies). Nesta proposta, a EDA²⁶ compraria os títulos soberanos de todos os estados-membros

²⁶ *European Debt Agency*

de acordo com “pesos” fixos (que seriam definidos por uma regra estrita para representar a dimensão relativa dos diferentes estados membros) (Brunnermeier, Garicano, Lane, Pagano, Reis, Santos, Thesmar, Van Nieuwerburgh, & Vayanos, 2011). Os primeiros títulos seriam seniores (ESBies) e pagos com a primeira fatia (ou tranche) das receitas da carteira da EDA. Estas obrigações seniores seriam seguras devido à diversificação da carteira, ao parcelamento e à garantia de capital, isto é, mesmo que certos estados-membros não pagassem a totalidade das suas dívidas, os ESBies seriam totalmente assegurados pela EDA, através de um capital adicional desembolsado inicialmente pelos estados-membros (Brunnermeier *et al.*, 2011). A parcela júnior da carteira (EJBies) ao contrário da sénior, seria arriscada, com perdas para os investidores em caso de incumprimento dos estados-membros. No entanto, teria um retorno favorável e uma boa alavancagem para os agentes económicos que pretendessem especular nas dívidas soberanas (Brunnermeier *et al.*, 2011).

4.1.1.3. *EUROPEAN REDEMPTION PACT*

Outra proposta surgiu em 2011, através do *German Council of Economic Experts*, que propôs uma alternativa praticamente oposta à *Blue-red Bond Proposal*, denominada *European Redemption Pact*. Neste documento, o pacto de redenção consistia na transferência da dívida superior a 60% do PIB dos estados-membros, para um fundo de resgate da dívida europeia (ERF²⁷), pelo qual todos os membros seriam conjunta e solidariamente responsáveis (P. Bofinger, Feld, Franz, Schmidt, & di Mauro, 2011). O total da dívida coberta através deste mecanismo equivaleria a cerca de 27% do PIB da zona euro, com a Alemanha, Itália e Espanha entre os maiores participantes (P. Bofinger *et al.*, 2011). Em troca, os estados-membros concordariam em reembolsar ao fundo de resgate as suas dívidas dentro de 25 anos através de obrigações seniores possivelmente apoiadas por garantias e receitas fiscais de cada estado-membro (P. Bofinger *et al.*, 2011). A dívida até 60% do PIB seria considerada júnior e da responsabilidade de cada estado-membro (P. Bofinger *et al.*, 2011).

4.1.1.4. *EUROBILLS*

Hellwig e Philippon (2011) propuseram as *eurobills*, uma variante da *Blue-red proposal*, limitadas à dívida comum de curto prazo (com maturidades inferiores a um ano) previstas em cerca de 10% do PIB. Para tal, seria necessária a criação de um Gabinete de Gestão de Dívida (GGD) que seria a única entidade europeia responsável pela emissão de *eurobills*, pela

²⁷ *European Redemption Fund*

distribuição de dinheiro pelos países e pela gestão dos leilões e das amortizações (Hellwig & Philippon, 2011). Os leilões seriam conduzidos pelo GGD com o objetivo de satisfazer as necessidades de cada estado-membro, com a condicionante de que nenhum país poderia ter mais de 10% do seu PIB em *eurobills* (Hellwig *et al.*, 2011). Se num leilão não fosse possível colocar toda a dívida, seria o BCE a comprar os *eurobills* remanescentes, o que evidenciaria a partilha da responsabilidade por todos os países da zona euro (Hellwig *et al.*, 2011). Uma das vantagens dos *eurobills* em relação às propostas anteriores, é o seu âmbito de curto prazo que mais facilmente se integra no enquadramento legal europeu e nacional (Claessens *et al.*, 2012).

4.1.1.5. *STABILITY BONDS*

Ainda no mesmo ano, e com o agravamento da crise das dívidas soberanas, a Comissão Europeia publicou um relatório denominado “*Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*”²⁸ onde foram apontados vários caminhos possíveis para a emissão conjunta de dívida europeia através de obrigações de estabilidade (Europea, 2011).

Embora a emissão comum fosse normalmente considerada uma possibilidade a longo prazo, outras análises centraram-se nos seus potenciais benefícios a curto prazo, como modo de aliviar a tensão nos mercados da dívida soberana, como é o caso das obrigações de estabilidade (Europea, 2011). Os caminhos apontados para a implementação destas obrigações podem dividir-se em três grandes abordagens, com base no grau de substituição (total ou parcial) das emissões nacionais e na natureza da garantia subjacente (solidária ou conjunta) (Europea, 2011): i) substituição total das emissões nacionais pela emissão de obrigações de estabilidade, com garantias solidárias; ii) a substituição parcial das emissões nacionais pela emissão de obrigações de estabilidade, com garantias solidárias; iii) substituição parcial das emissões nacionais pela emissão de obrigações de estabilidade, com garantias conjuntas, mas não solidárias (Europea, 2011).

Dependendo da opção escolhida, alterações nas instituições, incluindo tratados da UE e mercados financeiros, teriam de ser introduzidas de forma a minimizar riscos, especialmente o risco moral (Claessens *et al.*, 2012).

4.1.1.6. PLANO PADRE (*POLITICALLY ACCEPTABLE DEBT REESTRUCTURING IN THE EURO ZONE*)

²⁸ Livre Verde sobre a Viabilidade de Introdução de Obrigações de Estabilidade

Esta plano não é propriamente uma proposta de mutualização da dívida pública, mas sim uma proposta para a reestruturação da dívida pública na zona euro (Pâris & Wyplosz, 2014). O plano parte da visão de que vários países da zona do euro acumularam dívidas públicas insustentáveis ao longo dos anos, sendo que insustentabilidade aqui significa que, no fim da crise das dívidas soberanas, vários governos enfrentariam dívidas públicas que iriam impedir o seu crescimento económico e impedir o recurso à política fiscal (Pâris *et al.*, 2014). Neste cenário, os estados-membros estariam excessivamente vulneráveis ao sentimento do mercado e incapazes de lidar com as oscilações cíclicas do mesmo, e necessitariam de uma reestruturação da dívida externa (Pâris *et al.*, 2014). A proposta é colocar o BCE a comprar parte da dívida dos estados-membros mais endividados, como Portugal, e transformar essa dívida em obrigações perpétuas e sem juros, o que permitiria que, praticamente de um dia para outro, a dívida pública de países como Portugal caísse para metade (Pâris *et al.*, 2014).

Os estados-membros que beneficiassem desta reestruturação não teriam capacidade para pagar ao BCE, ou não beneficiariam deste plano e, como tal, o artifício encontrado para resolver o impasse foi os países pagarem a dívida através dos rendimentos do BCE que lhes são distribuídos anualmente. O BCE tem lucros anuais relacionados com a emissão de notas de banco, conhecidos como direitos de *seigniorage*²⁹, e com receitas de juros de ativos de reserva (ou seja, das reservas cambiais), que são distribuídos pelos bancos centrais nacionais dos países da área do euro, na qualidade de acionistas do BCE. Os estados-membros utilizariam, portanto, estes rendimentos para reembolsar as obrigações soberanas detidas pelo BCE, sendo que a maturidade desse pagamento teria de ser estendida por um período que poderia chegar a cem anos (Pâris *et al.*, 2014). A compra de dívida por parte do BCE seria feita na proporção da quota que cada país tem no banco central e, para evitar os chamados riscos morais, ou seja, que os países aproveitem esta ajuda para descurar a subida do endividamento, o autor do plano propõe que a dívida perpétua do BCE seja reconvertida em dívida normal e com juros, caso os estados-membros ajudados voltem a aumentar o endividamento (Pâris *et al.*, 2014).

²⁹ *Seigniorage* ou em português, senhoriagem, refere-se às notas de euro que são desenvolvidas pelo BCE, produzidas em centros de impressão de notas e, então, armazenadas nos cofres dos bancos centrais nacionais. Chegam às pessoas por via dos bancos comerciais, que pagam ao respetivo banco central o valor facial das notas. Para tal, normalmente os bancos precisam de solicitar um empréstimo ao banco central ou de apresentar alguns dos seus ativos como pagamento. No processo, o banco central auferir juros sobre os empréstimos que concede, ou recebe rendimentos com os ativos que adquire, sendo estes proveitos os designados “rendimentos de senhoriagem” (BCE, 2017b).

Pâris e Wyplosz (2014) propôs no caso base (posteriormente apresenta algumas variantes) uma reestruturação da dívida de 50%, sendo que segundos os autores este poderá não ser o valor de reestruturação desejável, mas dá uma ideia das magnitudes envolvidas de forma a baixar a dívida pública dos países mais endividados para níveis sustentáveis.³⁰ No final de 2013, o total de dívida pública dos países da zona euro totalizava 9 biliões de euros, sendo que metade desse valor seria 4,5 biliões de euros. Este último valor, multiplicado por cada uma das quotas parte dos estados-membros no BCE, resulta no montante de redução de dívida de cada país³¹. Portanto, a redução de dívida de 4,5 biliões de euros permitiria aos países mais endividados, como Portugal; Grécia e Itália, condições de acesso aos mercados muito mais favoráveis, a utilização da política fiscal e, por consequência uma retoma económica. Ora, atualmente a bazuca europeia³², que pretende ser o estímulo fundamental da retoma económica pós-covid-19, tem uma dimensão de cerca de 15% dos 4,5 biliões de euros, o que é praticamente irrisório. Apesar de serem valores de dimensões distintas, isto é, o valor de 4,5 biliões de euros é um valor de redução de dívida e os 750 mil milhões é o valor do pacote de recuperação da UE, o objetivo final de ambos é a retoma económica pelo que se percebe que o montante do pacote é manifestamente insuficiente.

Este plano não sendo uma proposta de emissão conjunta, pode ser visto como uma proposta de redução de dívida soberana, que possibilita aos países mais endividados taxas de financiamento mais favoráveis assegurando o seu acesso aos mercados de capitais. É neste contexto que o seu contributo é relevante pois, à luz da atual crise, permitiria que os países mais endividados não fossem prejudicados no combate à crise pandémica pela herança da dívida e, estariam em condições de emitir dívida para financiar os gastos pandémicos sem a preocupação constante do aumento da dívida pública e as suas conhecidas consequências.

Todas estas propostas e muitas mais aqui não referenciadas voltaram a ser estudadas e analisadas por causa da atual crise pandémica e, desta vez, com o nome *coronabonds*. Daqui surgiram propostas renovadas e interessantes.

4.1.2. PROPOSTA RELEVANTES NO CONTEXTO DA COVID-19

4.1.2.1. COVID PERPETUAL BONDS

³⁰ Segundo as políticas orçamentais da UE considera-se uma dívida sustentável até 60% do PIB, sendo que acima deste valor é considerada dívida excessiva.

³¹ No caso de Portugal, em 2013 tinha uma dívida de 211 biliões de euros (127,8% do PIB) e com este mecanismo teria no final, uma dívida pós-restruturada de 95 biliões (57,7% do PIB).

³² Como já referido anteriormente, o plano de recuperação europeu ascende a 750 mil milhões de euros, com o contributo do NGEU e do Quadro Financeiro Plurianual 2021-2027.

Esta proposta sugere a criação de *covid perpetual bonds* que consistem na emissão de obrigações a cinquenta ou cem anos, ou mesmo perpétuidades, “*jointly guaranteed and supported*” pelo BCE (Giavazzi & Tabellini, 2020). Isto significa que o BCE compraria estas obrigações de forma a manter as taxas de juro baixas, evitando problemas de sustentabilidade da dívida (Giavazzi *et al.*, 2020). Os autores justificam esta excecional maturidade das obrigações com a dimensão do choque externo, que é comparável ao de uma guerra e, por isso, deveria ser distribuída por várias gerações. Os novos títulos poderiam ser emitidos rapidamente com condições personalizadas e seria um sinal claro da UE de que estaria disposta a tudo para evitar uma nova crise do euro, um sinal “*whatever it takes*” (Giavazzi *et al.*, 2020).

Os estados-membros deveriam emitir juntamente, e em larga escala, *covid eurobonds* de longa maturidade, de acordo com as suas capacidades fiscais conjuntas. Apesar de cada estado-membro emitir os seus próprios títulos, estes seriam idênticos, e a sua classificação seria comum, resultado do efeito cumulativo de todos os estados-membros (Giavazzi *et al.*, 2020).

4.2. VANTAGENS E OBSTÁCULOS DA EMISSÃO CONJUNTA DE DÍVIDA

4.2.1. VANTAGENS ECONÓMICAS

i. Partilha do risco fiscal

Uma das grandes vantagens das *eurobonds* seria a existência de um mercado líquido e vasto para as dívidas soberanas onde os países mais endividados beneficiariam de um decréscimo dos custos de financiamento, uma vez que não emitiriam dívida com prémio de risco (Badarau *et al.*, 2021). Além disso, como as perceções de risco dos agentes financeiros desempenham um papel significativo nos *spreads* soberanos, a criação de *eurobonds* poderia proteger os estados-membros altamente endividados contra os efeitos do contágio durante a turbulência financeira, o que beneficiaria também os restantes estados-membros com responsabilidade fiscal (Badarau *et al.*, 2021).

ii. Qualidade do crédito

A emissão conjunta poderia garantir um maior volume de títulos com classificação AAA em toda a UEM (Bauer & Adolph, 2021). No entanto, uma das primeiras objeções à emissão comum levantada pelos críticos é a dificuldade em reunir emissores de diferentes classificações de crédito e o facto de não existir soberania fiscal a nível europeu não permite assegurar a máxima classificação (SIFMA, 2008). Apesar desta dificuldade, importantes emissores tripla A, como a Alemanha, Holanda ou Luxemburgo, garantiriam sempre uma alta

classificação às obrigações comuns europeias pelo que a objeção de que os países com pior *rating* baixariam a cotação da emissão comum, seria ultrapassada (Bauer *et al.*, 2021).

iii. Estabilidade financeira

A emissão comum de dívida pode dar uma contribuição importante para a estabilidade financeira (Claessens *et al.*, 2012). Em primeiro lugar, a ligação entre os bancos e os seus respetivos bancos soberanos nacionais poderia ser enfraquecido (Claessens *et al.*, 2012). Os bancos (e outras instituições financeiras) normalmente detêm montantes significativos de títulos do próprio governo, pois são considerados ativos seguros. Este "*home bias*" nas participações de títulos soberanos cria um ciclo perverso quando as preocupações com os riscos soberanos se traduzem em preocupações com os bancos (Claessens *et al.*, 2012). Um dos objetivos principais da emissão de dívida comum é, portanto, criar um ativo comum seguro relativamente isolado do setor bancário de um país individual e dos riscos soberanos (quebrar o ciclo banco-banco central), que permite a qualquer estado-membro continuar a financiar-se a taxas favoráveis em alturas de crise (Claessens *et al.*, 2012).

Em segundo lugar, a emissão de dívida comum europeia aumentaria a oferta de ativos seguros e isentos de risco, com uma função semelhante à que as *treasury bills* desempenham nos EUA e que, neste momento, não é assegurada ao nível europeu (Claessens *et al.*, 2012). A emissão conjunta mostra que, além de fortalecer a conexão entre os estados-membros, as *eurobonds* reduzem as despesas com juros e criariam algo equivalente ao mercado de *treasury bills* dos EUA, para já sem homólogo europeu, sendo os títulos soberanos alemães os mais parecidos com estes (Bauer *et al.*, 2021).

iv. Euro como moeda de reserva

Apesar do mercado de obrigações na zona euro apresentar um volume considerável, a sua fragmentação a nível nacional impede o mercado europeu de títulos soberanos de competir com o mercado internacional, ou seja, com o dólar, em termos de liquidez, e os desafios são cada vez maiores, à medida que as economias dos países em desenvolvimento se tornam mais fortes e estáveis (SIFMA, 2008). Mais, um instrumento de dívida comum europeu poderia impulsionar o desenvolvimento do euro como moeda de reserva (Bauer *et al.*, 2021). Atualmente, o dólar americano é a moeda de reserva mais utilizada no mundo e é utilizada para estabelecer os preços dos bens comercializados globalmente, como é o caso do petróleo. Se o euro fosse a moeda de reserva com mais importância a nível mundial, os estados-

membros estariam em condições de efetuar transações nos mercados a taxas mais competitivas, uma vez que não incorreriam no risco cambial decorrente da conversão de dólares para euros (SIFMA, 2008).

v. Mecanismo de transmissão da política monetária³³

A emissão de dívida comum pode contribuir para garantir o funcionamento dos mercados financeiros e dos canais de transmissão da política monetária, ao proporcionar um mercado único para os títulos soberanos europeus (Claessens *et al.*, 2012). Numa UEM, como é o caso da zona euro, existem diferenças consideráveis a nível das condições de financiamento entre os países membros e, por isso, os efeitos de uma política monetária podem ser distintos entre esses países, o que dificulta a propagação dessas mesmas políticas (Claessens *et al.*, 2012). Com a introdução da emissão conjunta, os estados-membros teriam todos as mesmas condições de financiamento: não haveria estados-membros com dificuldades em pedir emprestado aos mercados devido aos seus altos juros como no caso das dívidas soberanas, e deste modo, as medidas de política monetária introduzidas pelo BCE transmitir-se-iam a todos os estados-membros de igual forma, o que é benéfico para todos (Badarau *et al.*, 2021).

vi. Benefícios para os *Dealers*³⁴

A emissão conjunta de títulos soberanos provavelmente eliminaria a necessidade de DMOs³⁵ que garantem o cumprimento obrigacionista de cada estado-membro junto dos *dealers* ou operadores de mercado (SIFMA, 2008). Mais, os *dealers* incorrem em custos adicionais

³³ Mecanismo de transmissão de política monetária é o processo através do qual as decisões de política monetária afetam a economia e o nível de preços praticado na zona euro (Banco de Portugal, 2021e). Os instrumentos de política monetária convencional que o BCE tem à sua disposição são as facilidades permanentes, as operações de mercado aberto e o sistema de reserva legais. Estes instrumentos propagam-se para a economia real através dos canais de transmissão da política monetária, sendo de destacar o canal da taxa de juro, da taxa de câmbio, preço dos ativos e do crédito. O canal da taxa de juro transmite, por exemplo, uma descida das taxas de juro diretoras por parte do BCE a uma descida nas taxas de juro do mercado monetário, levando a uma descida, em certo grau, das taxas de juro praticadas pelos bancos junto dos seus clientes. O canal do crédito transmite a política monetária à economia real através da alteração que é provocada em termos de facilidade de acesso ao crédito, para famílias e empresas. Tanto famílias como empresas, no caso de uma descida das taxas de juro oficiais por parte do BCE, vão ter mais facilidade de acesso ao crédito, devido ao aumento do valor dos ativos. Durante a crise das dívidas soberanas, os canais de transmissão da política monetária na zona do euro estavam interrompidos, uma vez que existiam grandes fragmentações de mercado ao longo das linhas nacionais em todo o espectro de crédito. Isto significa que a política de taxas de juros definida centralmente pelo BCE não se traduzia adequadamente em condições locais de empréstimos e financiamento (Claessens *et al.*, 2012). O BCE foi forçado a utilizar medidas de política monetária não convencionais para restaurar a transmissão adequada da política monetária. No entanto, essas ações apenas minimizaram as consequências mais adversas dos choques e evitaram crises de liquidez e falências bancárias, não restabeleceram as condições financeiras normais (Claessens *et al.*, 2012).

³⁴ *Dealers*- Operadores de mercado. Instituições financeiras que servem como intermediários do Banco Central Europeu no mercado financeiro. Estas organizações têm como função a regulação da liquidez no mercado financeiro através da sua capacidade de colocação das obrigações do tesouro (OT) (Banco de Portugal, 2021f).

³⁵ DMOs – *Debt Management Offices*. O equivalente ao IGCP (Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública) em Portugal.

de *market making*³⁶, isto é, estão dispostos a pagar mais pelas obrigações do tesouro, devido ao tratamento preferencial oferecido pelos emissores, na forma de sindicacões³⁷ e leilões. Este é um círculo virtuoso que oferece uma melhor liquidez aos investidores, reduzindo assim o custo para os contribuintes (SIFMA, 2008).

4.2.2. DESVANTAGENS ECONÓMICAS

Apesar das vantagens enumeradas, a introdução da emissão conjunta enfrenta diversas dificuldades.

i. Risco moral

Uma das principais desvantagens da emissão da dívida conjunta é o risco moral. Normalmente, na política o debate sobre a emissão conjunta resume-se ao argumento de que os países prudentes teriam de pagar a dívida dos países menos prudentes (Bauer *et al.*, 2021). Outro argumento é que os países menos prudentes, ou seja, os países com juros altos poderiam facilmente aumentar a sua dívida, aproveitando os juros mais baixos de que iriam beneficiar (Bauer *et al.*, 2021). Os países com rácios de dívida mais baixos temem uma má utilização do dinheiro proveniente da emissão conjunta pelos outros países e, por isso, não querem incorrer em dívidas alheias (Weber, 2020).

No entanto, a crise das dívidas soberanas pôs a descoberto um risco que acarretaria maior impacto entre os estados-membros do que o risco moral: o risco de fragmentação da própria UE³⁸ (Ehrmann & Fratzscher, 2017). Este risco não é umas das desvantagens da emissão comum, mas sim um risco consequente de desacordos dos estados-membros em relação às políticas económicas da UE. Durante esta época, o *spread* das taxas de juro dos empréstimos entre os países mais prudentes e os países menos prudentes foi muito significativa: os países menos prudentes estavam a pagar taxas elevadíssimas para se conseguirem financiar nos mercados, o que agravava cada vez mais a sua situação financeira, ao contrário dos países mais prudentes que como tinham taxas bastante mais favoráveis recuperavam muito mais rapidamente da crise (Ehrmann *et al.*, 2017). Estas desigualdades fragmentaram um mercado

³⁶ *Market making* é a atuação dos *dealers* nos mercados, quando compram e vendem ativos, assegurando a liquidez do mercado. Os lucros dos market makers ou dealers derivam da diferença dos preços de compra e venda, a que se chama o *spread*. (Banco de Portugal, 2007)

³⁷ Um empréstimo sindicado é um mecanismo de financiamento concedido por duas ou mais instituições financeiras a um devedor sob um conjunto comum de termos de financiamento regidos pelo mesmo contrato de financiamento (Banco de Portugal, 2013).

³⁸ Este risco não é umas das desvantagens da emissão comum, mas sim um risco consequente de desigualdades e incompatibilidades entre os estados-membros em relação às políticas económicas da UE, como ocorreu na crise das dívidas soberanas e poderá ocorrer com a questão da emissão comum.

Europeu supostamente unido, e foram um sério risco para a UE, até que o então presidente do BCE, Mario Draghi, em 2012, fez o discurso considerado como a “salvação do euro” e acalmou os mercados.

ii. Garantias

A atratividade de qualquer título emitido nos mercados depende das suas garantias, que é o que dá confiança aos investidores do retorno do seu investimento, sendo que os títulos públicos são geralmente garantidos pelos ativos do estado³⁹ (Smaghi, 2020). A credibilidade das garantias varia de estado para estado. No caso do plano de recuperação da UE, como não existem ativos europeus, a solução da Comissão Europeia para gerar receitas fiscais autónomas que possam ser utilizadas para garantir o reembolso da dívida pública europeia, são impostos futuros sobre emissões de carbono e impostos digitais, como será elaborado na subsecção 4.3.2 (Batini *et al.*, 2020). Como se tratam de impostos futuros, e o enquadramento desta nova legislação ainda não está aprovado, este cenário poderá criar incerteza junto dos agentes económicos (Smaghi, 2020).

De forma a contornar o problema das garantias, algumas propostas têm sugerido a aquisição das *eurobonds* pelo BCE diretamente na emissão, (Smaghi, 2020) (como é o caso da proposta anteriormente descrita das *covid perpetual bonds*). No entanto, não existe enquadramento legal para tal, uma vez que os estatutos do BCE não permitem a compra de títulos do governo no mercado primário, apenas a compra em mercado secundário (Claessens *et al.*, 2012). Como já referido anteriormente, o BCE apenas pode ajudar os países a gerir a sua dívida de forma velada através do *quantitative easing* em situações excecionais de crise, como foi o caso crise das dívidas soberanas e da atual crise covid-19.

4.2.3. OBSTÁCULOS POLÍTICO-LEGAIS

i. Uma escolha política

Mais do que uma escolha económica, a questão da mutualização da dívida pública é uma escolha claramente política (Badarau *et al.*, 2021). Como não foi instituída uma política fiscal comum aquando da criação da UEM, a emissão conjunta atualmente implicaria uma transferência de soberania e poder de decisão do nível nacional para o europeu (que muito provavelmente ficaria a cargo do BCE⁴⁰) (Badarau *et al.*, 2021). Esta questão é delicada, mas a maior

³⁹ De notar que no caso das obrigações do tesouro, estas são emitidas sem garantia do estado.

⁴⁰ No caso do BCE comprar ou garantir dívida conjunta europeia.

parte dos estados-membros está disposta a aceitar estas condições e admite que as vantagens da emissão conjunta ultrapassam largamente os obstáculos, incluindo esta, à exceção dos países com rácios de dívida mais baixos que receiam, principalmente, que outros países se endividem por sua conta.

ii. Enquadramento Legal

Atualmente, não existe enquadramento legal para introduzir a emissão de dívida comum europeia⁴¹.

Concluindo, as vantagens da mutualização da dívida pública do ponto vista económico são claramente superiores aos inconvenientes: o risco moral pode ser combatido com a imposição de limites ao endividamento dos países mais endividados, como sugerem algumas propostas atrás enunciadas na subsecção 4.1.1, as garantias também são um obstáculo que está neste momento a ser ultrapassado como será referido na subsecção 4.3.2, e a transferência de soberania fiscal e o enquadramento legal são questões político-legais que seriam resolúveis caso houvesse vontade política para tal. É precisamente essa vontade política que não tem havido, pois os países mais prudentes, economicamente mais fortes e com grande peso político, têm-se sistematicamente oposto à emissão de dívida conjunta.

4.3. MEDIDAS ADOTADAS PELA UE NO CONTEXTO DA CRISE PANDÉMICA

A mutualização da dívida pública tem sido um tema de discussão recorrente nos órgãos da UE desde a crise das dívidas soberanas e, particularmente, desde a crise pandémica. No entanto, mesmo sem acordo em relação à mutualização da dívida, o Conselho Europeu reconheceu que era necessário avançar com um plano económico que pudesse ajudar a UE a recuperar, evitando que a situação económica se agravasse. Assim, em 21 de julho de 2020 o

⁴¹ O artigo 125.º do TFUE impede o resgate de países em dificuldades, uma vez que impede que um estado-membro se responsabilize pela dívida de outro estado-membro (Avbelj, Baraggia, Bast, Bugaric, Castellarin, Costamagna, Farahat, Goldman, Mangold, & Savino, 2020). Qualquer proposta de estruturação de emissões de obrigações comuns na UE deve considerar o artigo 125.º do TFUE, ou seja, a famosa cláusula de “*no bail-out*”. No entanto, não existe consenso entre a comunidade académica-política se as *eurobonds* (ou recentemente as *coronabonds*) violam ou não esta cláusula (De Grauwe & Moesen, 2009). O estrito cumprimento deste artigo teria levado à falência da Grécia, Irlanda e Portugal, o que não se verificou devido à criação do tratado intergovernamental que instituiu o MEE, o MEEF e o FEEF, e que funcionou como um fundo de resgate permanente para países em dificuldade (Avbelj *et al.*, 2020). Segundo (Avbelj *et al.*, 2020) o artigo 125.º não se aplica às *coronabonds* uma vez que o objetivo da cláusula “*no bail-out*” é evitar um resgate, ou seja, a mutualização da dívida de um ou mais estados-membros, e as *coronabonds* são dívidas mútuas desde o início, com o objetivo de financiar projetos europeus comuns. Também (Pröbstl, 2020) admite que as *coronabonds* seriam emitidas apenas uma vez e, nenhum mecanismo permanente de responsabilidade solidária automática pela dívida nacional de todos os estados-membros da área do euro seria criado, o que seria incompatível com o artigo 125.º.

Conselho Europeu Extraordinário chegou finalmente a um consenso e um plano de recuperação da UE foi aprovado (como já foi referido no capítulo 3), que inclui o NGEU e o SURE.

4.3.1. MÉTODO DE FINANCIAMENTO DA UE ATÉ AQUI

Nos últimos 40 anos, a Comissão Europeia utilizou uma abordagem de financiamento *back-to-back* nas suas operações de contração e concessão de empréstimos (Comissão Europeia, 2020d). De acordo com esta abordagem, a Comissão emite obrigações e transfere as receitas diretamente para o país beneficiário nas mesmas condições que recebeu (em termos de taxa de juro, prazo de vencimento) (Comissão Europeia, 2020d). O momento, o volume e o vencimento das emissões de títulos foram determinados inteiramente pelas necessidades do beneficiário (Comissão Europeia, 2020d). Este método teve sucesso com pequenas necessidades de financiamento e atingiu o limite com o programa SURE, em que dezanove estados-membros estão a ser servidos por um único programa de financiamento. A dimensão e a complexidade do programa NGEU exigiram que a Comissão implementasse uma estratégia de financiamento diversificada para realizar o empréstimo ao abrigo da NGEU (Comissão Europeia, 2020d).

4.3.2. FINANCIAMENTO DO NGEU

Para financiar o NGEU, a Comissão Europeia irá contrair empréstimos nos mercados no valor de 750 mil milhões de euros a taxas mais favoráveis⁴² do que as que muitos estados-membros poderiam obter, e redistribuirá esses montantes sob a forma de subvenções ou de empréstimos (Batini *et al.*, 2020). Os empréstimos serão reembolsados pelos estados-membros mutuários e as subvenções serão reembolsadas pelo orçamento da UE.

Os empréstimos contraídos pela UE ocorrerão entre 2021 e 2026 (por ano o volume de empréstimo será de 150 mil milhões de euros) e todos os empréstimos serão reembolsados até 2058, sendo que os primeiros começarão em 2028 (Comissão Europeia, 2020c).

⁴² A dívida da UE está classificada com o rating AAA. Este rating é reflexo de dois fatores principais: i) os empréstimos da UE são obrigações diretas e incondicionais da UE, decorrentes dos seus estatutos do Tratado sobre o Funcionamento da UE (Artigo n.º 323); ii) o reembolso da dívida é garantido por vários níveis de proteção. Em princípio, a UE paga a sua própria dívida com os pagamentos dos empréstimos recebidos dos beneficiários do empréstimo (empréstimos *back-to-back*). Os beneficiários de empréstimos da UE pagaram sempre as suas dívidas e, no caso improvável de não pagamento por parte de um beneficiário, o orçamento da UE garante que a UE cumpre atempadamente as suas obrigações (Comissão Europeia, 2020h).

Para reembolsar o empréstimo, a Comissão Europeia irá propor novos recursos próprios para o orçamento da UE (ou fontes de receita), para além dos já existentes⁴³ (Comissão Europeia, 2021b). Desses novos recursos próprios⁴⁴ farão parte um mecanismo de ajustamento das emissões de carbono nas fronteiras⁴⁵, um imposto digital⁴⁶ e um recurso próprio baseado no RCLE-EU⁴⁷ (Comissão Europeia, 2021b). Outros recursos próprios, a serem propostos até junho de 2024, podem incluir um imposto sobre as transações financeiras, uma contribuição financeira associada ao setor empresarial ou uma nova matéria coletável comum do imposto sobre as sociedades (Comissão Europeia, 2021b). Todos estes novos recursos estão em fase de elaboração das propostas, de lei pelo que ainda não existe data fixada para entrarem em vigor.

De forma a assegurar a colocação do NGEU nos mercados nas melhores condições, a Comissão Europeia utilizará obrigações com diferentes maturidades que variam desde 3 a 30 anos de maturidade, assim como obrigações de curta duração, as chamadas *EU-Bills*, que têm duração inferior a um ano (Comissão Europeia, 2020e).

Em relação às garantias, de forma a preservar a sua elevada notação de risco e obter condições favoráveis no mercado para a contração de empréstimos, a Comissão Europeia utilizará a margem de manobra⁴⁸ disponível do orçamento da UE (Comissão Europeia, 2020f). Para garantir margem de manobra suficiente, a UE está a aumentar o limite máximo dos recursos próprios⁴⁹ do seu orçamento em 0,6 pp do rendimento nacional bruto da UE

⁴³ Os recursos próprios existentes são os direitos aduaneiros, o imposto sobre o valor acrescentado, as contribuições nacionais e o recurso próprio baseado no plástico. Este último entrou em vigor desde 1 de janeiro de 2021 como uma nova fonte de receitas para o orçamento da UE no período 2021-2027, e consiste numa contribuição nacional baseada na quantidade de resíduos de embalagens de plástico não reciclados (Comissão Europeia, 2021c).

⁴⁴ Estes recursos não criarão novos impostos para os contribuintes europeus, uma vez que a UE não tem competência para cobrar impostos. Os instrumentos fiscais existentes são principalmente aplicados a nível nacional, pelo que a introdução de novas categorias de recursos próprios respeitará plenamente a soberania orçamental nacional (Comissão Europeia, 2021b).

⁴⁵ O mecanismo de ajustamento das emissões de carbono nas fronteiras prevê um imposto sobre qualquer produto importado de um país terceiro que não disponha de um sistema de atribuição de um preço às emissões de carbono como o RCLE da UE (ver nota infra) (Comissão Europeia, 2021b).

⁴⁶ O imposto digital advirá de atividades empresariais digitais que assumem uma forma intrinsecamente desmaterializada e que beneficiam sobretudo de ativos incorpóreos (Comissão Europeia, 2021b).

⁴⁷ Recurso próprio baseado no Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da UE (RCLE), incluindo o eventual alargamento deste sistema aos setores marítimos e da aviação. O RCLE é o mercado do carbono da UE, através do qual as instalações (empresas) compram ou recebem licenças de emissão. As licenças autorizam as empresas a produzir uma quantidade equivalente de emissões de gases com efeito de estufa dentro de determinados limites estabelecidos que diminuirão progressivamente ao longo do tempo (Comissão Europeia, 2021b).

⁴⁸ A margem de manobra é a diferença entre o montante máximo de fundos que a UE pode solicitar aos estados-membros para cobrir as suas obrigações financeiras (limites máximos dos recursos próprios) e o montante máximo de fundos que pode ser gasto num determinado período (limites máximos dos pagamentos do orçamento de longo prazo) (Comissão Europeia, 2020f).

⁴⁹ O limite máximo dos recursos próprios determina o montante máximo que a Comissão Europeia pode solicitar aos estados-membros em qualquer ano para financiar despesas. Isto oferece certeza e previsibilidade aos estados-membros para o seu planeamento orçamental e financeiro. Um limite máximo suficientemente elevado permite à UE cobrir todas as suas obrigações financeiras e passivos contingentes com vencimento num determinado ano (Comissão Europeia, 2020f).

(Comissão Europeia, 2020f). Um limite máximo suficientemente elevado permite à UE cobrir todas as suas obrigações financeiras e passivos contingentes com vencimento num determinado ano (Comissão Europeia, 2020f). O limite máximo permanente dos recursos próprios do orçamento está atualmente a ser aumentado para 1,4% do rendimento nacional bruto da UE. O aumento do limite máximo dos recursos próprios será limitado no tempo, até 2058, e só será usado no contexto da recuperação da pandemia e terminará quando todos os fundos forem reembolsados e todas as responsabilidades deixarem de existir (Comissão Europeia, 2020f). Com a margem de manobra do orçamento da UE como garantia, a UE poderá emitir dívida em condições de mercado mais vantajosas em comparação com muitos estados-membros individualmente e a receção inicial por parte dos mercados, tem sido positiva. No dia 15 de junho de 2021, a Comissão Europeia emitiu 20 mil milhões de euros na primeira emissão de dívida para financiar a “bazuca” europeia (Comissão Europeia, 2020c). A procura superou largamente a oferta, o que levou a que se tenham obtido taxas de financiamento muito favoráveis (cerca de 0,08%) (Comissão Europeia, 2020c).

4.3.3. FINANCIAMENTO DO SURE

A UE criou o mecanismo SURE⁵⁰ para atenuar o risco de desemprego na zona euro com o montante de 100 mil milhões de euros. O financiamento aos estados-membros teve a forma de empréstimos em condições favoráveis, isto é, a Comissão Europeia contraiu empréstimos nos mercados de capitais ou junto de instituições financeiras em nome da UE para emprestar aos estados-membros (Comissão Europeia, 2020g). As garantias são prestadas a título voluntário pelos estados-membros, e são necessárias para que a UE possa conceder empréstimos de uma ordem de grandeza suficiente para apoiar os estados-membros, sendo que para o caso de Portugal as garantias ascenderam a 25 mil milhões (Comissão Europeia, 2020g). Em 18 de maio de 2020, a Comissão Europeia tinha emitido obrigações ao abrigo do SURE, em seis ocasiões, no montante de 89,6 mil milhões de euros, com maturidades entre 5 e 30 anos (Comissão Europeia, 2020g). Os investidores mostraram-se muito interessados nestes instrumentos, caracterizados por uma elevada notação, tendo a procura excedido amplamente a oferta, o que se traduziu em condições de financiamento favoráveis para os estados-membros (Comissão Europeia, 2020g).

⁵⁰ *Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*

4.3.4. COMO A MEDIDA APROVADA PELA COMISSÃO SE DISTINGUE DAS *CORONABONDS*?

A diferença fundamental entre as *coronabonds* e o financiamento do NGEU está relacionada com as respectivas garantias: no primeiro cenário, existe uma responsabilidade conjunta pela emissão comum por parte de todos os estados-membros, isto é, no caso de um país não poder cumprir as suas obrigações, a totalidade da dívida é assumida pelos restantes (garantia solidária e conjunta). No segundo caso, não há responsabilidade conjunta e solidária, mas sim a responsabilidade individual e separada de cada estado-membro (garantia solidária mas não conjunta), uma vez que a fatia do NGEU que é constituída por empréstimo é garantida individualmente por cada país mutuário.

4.4. PERSPETIVA CRÍTICA

A emissão conjunta foi, desde o início da UEM, uma questão muito debatida e muito polémica que nunca conheceu consenso entre os estados-membros. Apesar de várias propostas ao longo do tempo terem sido analisadas e discutidas, os obstáculos à emissão conjunta têm vingado sempre. No entanto, as vantagens económicas da emissão conjunta ultrapassam largamente as suas desvantagens económicas: vantagens como a elevada qualidade do crédito resultante da emissão conjunta, a partilha do risco fiscal que diminuiria os riscos de financiamento para os países mais endividados e, por consequência, o risco de contágio em caso de crise, ou a estabilidade financeira que a mutualização da dívida conferia à UEM, são benefícios económicos bastante superiores às respectivas desvantagens económicas que são o risco moral e as garantias.

Vantagens estas que beneficiam não só os países mais endividados, mas também os menos endividados, como é o caso da Alemanha e da Holanda. Senão vejamos, a criação de um instrumento de dívida comum possibilita a existência de um ativo de refúgio acessível a todos os estados-membros, incluindo os mais endividados, e assegura o seu financiamento a taxas favoráveis mesmo em tempo de crise. Esta estabilidade do mercado de obrigações é favorável aos países menos endividados, na medida em que, os países mais endividados, que são aqueles que compram bens e serviços à Alemanha ou Holanda, têm as suas condições de financiamento asseguradas. Caso contrário, ambas as exportações da Alemanha ou da Holanda diminuiriam significativamente, o que seria muito prejudicial à sua economia, dado que os seus principais parceiros comerciais são os restantes estados-membros e o contributo das exportações para o PIB nacional é muito expressivo.

Em relação às desvantagens económicas, o risco moral que se resume ao argumento de que os países mais prudentes teriam de pagar pela dívida dos países menos prudentes e isso poderia ser um incentivo para os últimos aumentarem ainda mais a sua dívida, pode ser resolvido através de mecanismos de limite de endividamento, como já referem algumas propostas, como por exemplo a *Blue Red Proposal*, que impõe que empréstimos acima de 60% do PIB assumam as taxas de financiamento do país mutuário e não as taxas da emissão conjunta. Claro que o limite ao endividamento não resolve a questão de uns países pagarem a dívida dos outros, mas com a emissão conjunta há partilha do risco fiscal, as taxas de financiamento dos países mais endividados melhoram significativamente, e por consequência, melhoram o seu *rating* e diminuem a sua dívida pública. No caso das garantias, como não existem ativos europeus que garantam os empréstimos, a Comissão Europeia, no caso da atual crise, resolveu aumentar os limites máximos dos recursos próprios e dos recursos próprios permanentes do orçamento da UE para garantir o reembolso da dívida, pelo que esta desvantagem seria resolúvel, desta ou de outra forma, no caso da emissão de dívida conjunta. Esta desvantagem seria ultrapassada se o BCE pudesse comprar obrigações diretamente na emissão, mas como os seus estatutos o impedem, o BCE só pode comprar obrigações em mercado secundário. Para além de resolver a questão das garantias, o BCE ao comprar obrigações diretamente aos países mais endividados resolveria imediatamente os seus problemas de financiamento.

Para além das desvantagens económicas existem os obstáculos de ordem política e legal. A falta de vontade política e a falta de enquadramento legal foram determinantes para impedir a criação de emissão e dívida conjunta. A transferência da soberania fiscal do nível nacional para o europeu é um tema muito delicado e que para certos países, como por exemplo aqueles com rácios de dívida mais baixos, está completamente fora de questão, apesar da maioria ser a favor (como é o caso de Portugal). Este obstáculo será o mais difícil de ultrapassar, uma vez que o enquadramento legal poderá ser alterado a qualquer altura, bastando que haja vontade para tal. Vontade esta que não tem existido e, por isso, a emissão conjunta nunca avançou.

4.5. PROPOSTA DE EMISSÃO CONJUNTA

Após a apresentação de várias propostas de emissão de dívida conjunta e da análise das suas vantagens e desvantagens, este capítulo apresenta uma proposta concreta para a emissão de dívida comum europeia adequada à atual conjuntura económica, e que tem por base uma proposta de (P. Bofinger, S. Dullien, G. Felbermayr, C. Trebesch, M. Schularick & J.

Südekum, 2020). Esta proposta avança com a possibilidade de criação de um fundo de emergência para gestão de crises, como o empréstimo conjunto da época da crise do petróleo. Nesta proposta, os estados-membros emitiriam títulos conjuntos com um volume total de 1 000 mil milhões de euros (cerca de 8% do PIB da zona euro) para fornecer apoio aos países no combate à crise económica. O prazo dos títulos seria o mais longo possível de forma a estender no tempo o prazo de reembolso. Devido à responsabilidade solidária, o endividamento dos países mais afetados aumentaria relativamente pouco.

Os fundos emprestados seriam posteriormente distribuídos pelos estados-membros com base numa fórmula que refletiria o impacto da crise económica em cada país. O reembolso seria efetuado através de contribuições de cada estado-membro para um fundo de reembolso com base no PIB ou nas participações dos estados-membros no capital do BCE. A responsabilidade por esses títulos seria, portanto, conjunta e solidária (*joint and several*).

Esta proposta tem como vantagens, em primeiro lugar ter um objetivo concreto de financiamento, o combate ao impacto covid-19, e não um objetivo genérico com as *eurobonds* e, portanto, muito maior probabilidade de ser aceite por todos os países. Em segundo lugar é uma proposta em que os títulos são garantidos conjuntamente por todos os estados-membros, há partilha do risco, o que contribui para a estabilidade financeira da zona euro, e outras vantagens atrás enunciadas. A grande desvantagem é a transferência da soberania fiscal do nível nacional para o europeu que, no curto prazo, não é de todo previsível.

5 CONCLUSÃO

A crise de saúde pública, que se transformou numa crise económica, não tem precedentes a nível mundial. Por isso, uma crise sem precedentes necessita de respostas também sem precedentes, a nível de magnitude e de solidariedade, como é o caso da mutualização da dívida pública. É uma crise inédita porque, para além de ser resultado de uma pandemia, é uma crise que originou em simultâneo uma quebra na oferta e na procura. Os impactos económicos foram devastadores para Portugal e para o resto da Europa. Portugal, por ser um país extremamente dependente do turismo, à semelhança dos outros países do sul, teve uma queda inédita no PIB e graves impactos ao nível de vários setores mais afetados pelas medidas de confinamento. No cenário europeu, Portugal teve uma das quedas mais acentuadas do PIB e combateu os seus efeitos com medidas fiscais muito incipientes com receio do aumento do défice, o que atrasa significativamente a recuperação.

As respostas da Comissão Europeia e do BCE consistiram, essencialmente, num plano de recuperação da UE e num pacote de compra de ativos temporários, PEPP. O pacote de recuperação da UE, que inclui o NGEU, que pretende de forma exclusiva combater os efeitos da crise e impulsionar o crescimento económico, é uma grande mostra de solidariedade europeia, e uma forma incipiente de mutualização da dívida, na medida em que a Comissão Europeia irá financiar-se nos mercados em nome da UE e redistribuirá posteriormente esses montantes aos estados-membros sob a forma de subvenções ou empréstimos. De modo a assegurar o reembolso sob a forma de subvenções, a Comissão Europeia aumentou os recursos próprios através da criação de impostos digitais e verdes. No entanto, este fundo será insuficiente para auxiliar os países da UE quando comparado com os esforços nacionais a nível europeu e também em comparação com o contexto internacional.

A mutualização da dívida pública é o instrumento apropriado para o combate a uma crise como esta, tendo em conta a sua contribuição para a estabilidade financeira da zona euro e a partilha do risco fiscal por todos os estados-membros. Estes benefícios ultrapassam largamente as suas desvantagens económicas, o risco moral e as garantias, e o obstáculo do enquadramento político-legal. No entanto, a mutualização da dívida pública nunca avançou por falta de vontade política dos países menos endividados que não pretendem assumir as dívidas dos países mais endividados, mesmo que isso trouxesse vantagens a nível global para a zona euro.

6 BIBLIOGRAFIA

- Almeida, F., & Santos, J. D. (2020). The effects of COVID-19 on job security and unemployment in Portugal. *International Journal of Sociology and Social Policy*, 40(9/10), 995-1003. doi:10.1108/ijssp-07-2020-0291
- Avbelj, M., Baraggia, A., Bast, J., Bugarcic, B., Castellarin, E., Costamagna, F., Farahat, A., Goldmann, M., Mangold, A. K., & Savino, M. (2020). The case for Corona bonds.
- Badarau, C., Huart, F., & Sangaré, I. (2021). Macroeconomic and policy implications of eurobonds. *International Review of Law and Economics*, 65. doi:10.1016/j.irle.2020.105954
- Banco de Portugal. (2007). Anexo ao Aviso do Banco de Portugal n° 8/2007. Retrieved from <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/cartas-circulares/8-2007a1-c.pdf>
- Banco de Portugal. (2013). Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I.) - Medidas adicionais temporárias Retrieved from <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/instrucoes/11-2013i.pdf>
- Banco de Portugal. (2019a). O setor dos serviços representa cerca de três quartos do VAB em Portugal. Retrieved from <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/sabia-que/433>
- Banco de Portugal. (2019b). Taxas de juro oficiais e de referência. Retrieved from <https://www.bportugal.pt/page/taxas-de-juro-oficiais-do-eurosistema-pol-mon>
- Banco de Portugal. (2020a). Boletim Económico Dezembro 2020.
- Banco de Portugal. (2020b). Impacto da COVID-19 na economia portuguesa em 2020. Retrieved from <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/noticias/633/>
- Banco de Portugal. (2020c). Boletim Económico Outubro 2020.
- Banco de Portugal. (2020d). Boletim Económico Junho 2020.
- Banco de Portugal. (2020e). Medidas não convencionais associadas à pandemia da COVID-19. Retrieved from <https://www.bportugal.pt/page/medidas-nao-convencionais-associadas-pandemia-da-covid-19>
- Banco de Portugal. (2020f). Metade das empresas beneficiam atualmente das medidas de apoio públicas decorrentes da pandemia. Retrieved from <https://www.bportugal.pt/page/economia-numa-imagem-86>
- Banco de Portugal. (2020g). COVID-19. Entrou em vigor moratória para contratos de crédito celebrados com clientes bancários. Retrieved from <https://www.bportugal.pt/comunicado/covid-19-entrou-em-vigor-moratoria-para-contratos-de-credito-celebrados-com-clientes>

- Banco de Portugal. (2021a). Viagens e turismo-Saldo-Mensal-M€. Retrieved from <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12510769>
- Banco de Portugal. (2021b). Dormidas no setor do alojamento turístico-Mensal-Número. Retrieved from <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099438>
- Banco de Portugal. (2021c). A evolução da economia portuguesa em 2020 foi sobretudo marcada por perturbações do lado da oferta. Retrieved from <https://www.bportugal.pt/page/economia-numa-imagem-114>
- Banco de Portugal. (2021d). Banco de Portugal divulga informação sobre moratórias de crédito. Retrieved from <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/noticias/1281/>
- Banco de Portugal. (2021e). O que é a política monetária? Retrieved from <https://www.bportugal.pt/page/o-que-e-e-como-funciona>
- Banco de Portugal. (2021f). Glossário bilingue. Retrieved from https://www.bportugal.pt/glossario-bilingue/all?field_termo_bilingue_value=dealer
- Batini, N., Lamperti, F., & Roventini, A. (2020). Reducing Risk While Sharing It: A Fiscal Recipe for the EU at the Time of COVID-19. *International Monetary Fund*.
- Bauer, C., & Adolph, M.-P. (2021). Limited joint liability in structured Eurobonds: Pricing the political costs. *Journal of International Money and Finance*, 113. doi:10.1016/j.jimonfin.2020.102343
- BCE. (2017a). What is forward guidance? Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html
- BCE. (2017b). O que significa “senhoriagem”? Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/seigniorage.pt.html>
- BCE. (2020a). A nossa resposta à pandemia de coronavírus. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.pt.html>
- BCE. (2020b). ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus. Retrieved from <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200320~4cdbbcf466.en.html>
- BCE. (2020c). The fiscal implications of the EU’s recovery package. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202006_08~7f90a18630.en.html
- BCE. (2021a). Relatório Anual do BCE de 2020. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.pt.html>

- BCE. (2021b). The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202101_03~c5595cd291.pt.html
- Bekaert, G., Engstrom, E., & Ermolov, A. (2020). Aggregate Demand and Aggregate Supply Effects of COVID-19: A Real-time Analysis. *Finance and Economics Discussion Series*, 2020(049). doi:10.17016/feds.2020.049
- Bofinger, P., Feld, L. P., Franz, W., Schmidt, C. M., & di Mauro, B. W. (2011). A European redemption pact. *VoxEU*, November, 9.
- Bofinger, P., S. Dullien, G. Felbermayr, C. Trebesch, M. Schularick & J. Südekum. (2020). Europa muss jetzt finanziell zusammenstehen. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*.
- Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., & Vayanos, D. (2011). European safe bonds (ESBies). *Euro-nomics. com*, 26.
- Claessens, S., Mody, A., & Vallee, S. (2012). Paths to eurobonds.
- Comissão Europeia. (2001). Giovannini reports. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en
- Comissão Europeia. (2020a). Communication from the Commission Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak 2020/C 91 I/01. *Official Journal of the European Union*.
- Comissão Europeia. (2020b). COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO AO CONSELHO sobre a ativação da cláusula de derrogação de âmbito geral do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0123&from=EN>
- Comissão Europeia. (2020c). The EU as a borrower – investor relations. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_pt
- Comissão Europeia. (2020d). Back-to-back funding. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/back-back-funding_en
- Comissão Europeia. (2020e). EU-Bonds, EU-Bills, Private placements. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/eu-bonds-eu-bills-private-placements_pt
- Comissão Europeia. (2020f). NextGenerationEU. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu_pt
- Comissão Europeia. (2020g). Instrumento SURE - Instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (SURE). Retrieved from <https://ec.europa.eu/info/business-economy->

[euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_pt](#)

- Comissão Europeia. (2020h). EU's credit rating. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/eus-credit-rating_en](#)
- Comissão Europeia. (2021a). Previsões económicas da primavera de 2021. Retrieved from [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/ip_21_2351](#)
- Comissão Europeia. (2021b). Novas fontes potenciais de receitas. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/revenue/potential-new-sources-revenue_pt](#)
- Comissão Europeia. (2021c). As fontes de receitas do orçamento da UE para 2021-2027. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/revenue_pt](#)
- Conselho Europeu. (2020). COVID-19 coronavirus pandemic: the EU's response. Retrieved from [https://www.consilium.europa.eu/en/policies/coronavirus/covid-19-economy/](#)
- Countryeconomy. (2020). PIB - Produto Interno Bruto. Retrieved from [https://pt.countryeconomy.com/governo/pib](#)
- Crescenzi, R., Giua, M., & Sonzogno, G. V. (2021). Mind the Covid-19 crisis: An evidence-based implementation of Next Generation EU. *Journal of Policy Modeling*. doi:10.1016/j.jpolmod.2021.03.002
- De Grauwe, P., & Moesen, W. (2009). Gains for all: a proposal for a common euro bond. *Intereconomics*, 44(3), 132-135.
- Delpla, J., & Von Weizsäcker, J. (2010). The blue bond proposal. *Bruegel Policy Brief*, 3(6).
- Diário da República. (2020). Estabelece um regime excecional e temporário de cumprimento de obrigações fiscais e contribuições sociais, no âmbito da pandemia da doença COVID-19. Decreto-Lei n.º 10-F/2020. Retrieved from [https://dre.pt/web/guest/legislacao-consolidada/-/lc/149397977/202012011710/diplomaExpandido?p_p_state=maximized&rp=indice](#)
- EBA. (2020). First Evidence in the Use of Moratoria and Public Guarantees in the EU Banking Sector November 2020 - Thematic Note. Retrieved from [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/Risk%20Assessment%20Reports/2020/Thematic%20notes/Thematic%20note%20on%20moratoria%20and%20public%20guarantees/936761/For%20publication%20-%20Thematic%20note%20on%20moratoria%20and%20public%20guarantees.pdf](#)

- Ehrmann, M., & Fratzscher, M. (2017). Euro area government bonds – Fragmentation and contagion during the sovereign debt crisis. *Journal of International Money and Finance*, 70, 26-44. doi:10.1016/j.jimonfin.2016.08.005
- Eurocid. (2020). Plano de Recuperação Económica da União Europeia - Reparar os danos e preparar o futuro para a próxima geração. Retrieved from <https://eurocid.mne.gov.pt/plano-de-recuperacao-economica-da-uniao-europeia>
- Europea, C. (2011). Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds. *COM (2011)*, 818.
- Eurostat. (2018). Estatísticas sobre pobreza monetária. Retrieved from https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Income_poverty_statistics/pt
- Eurostat. (2019). Gross household saving rate, 2019. Retrieved from [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross_household_saving_rate, 2019 \(%25, ratio of gross saving to gross disposable income\) NA2021.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Gross_household_saving_rate,_2019_(%25,_ratio_of_gross_saving_to_gross_disposable_income)_NA2021.png)
- Eurostat. (2020a). GDP down by 11.8% and employment down by 2.9% in the euro area. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10545471/2-08092020-AP-EN.pdf/43764613-3547-2e40-7a24-d20c30a20f64>
- Eurostat. (2020b). General government debt, 2019 and 2020-General government consolidated gross debt, % of GDP. Retrieved from [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:General_government_debt, 2019 and 2020 \(%C2%B9\) \(General government consolidated gross debt, %25 of GDP\).png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:General_government_debt,_2019_and_2020_(%C2%B9)_ (General_government_consolidated_gross_debt,_%25_of_GDP).png)
- Eurostat. (2020c). Euro area government deficit at 7.2% and EU at 6.9% of GDP Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/-/2-22042021-AP>
- Eurostat. (2021a). GDP down by 0.6% and employment down by 0.3% in the euro area. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563087/2-18052021-AP-EN.pdf/c892ab6d-ecc0-8152-00aa-929e2e838db4?t=1621325416766>
- Eurostat. (2021b). Annual inflation up to 2.0% in the euro area. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563139/2-17062021-AP-EN.pdf/8e798ddb-c95a-b1aa-0c83-79c55e3f0cb1?t=1623880911445>
- Gabinete de Estratégia e Planeamento. (2021). Síntese de informação estatística da Segurança Social. Retrieved from <http://www.gep.mtsss.gov.pt/documents/10182/37639/siess202101.pdf/da712a15-7f17-4241-8e3d-52e29ce2953d>
- Giavazzi, F., & Tabellini, G. (2020). 34 Covid Perpetual Eurobonds: Jointly guaranteed and supported by the ECB. *Europe in the Time of Covid-19*, 235.

- Giovannini Group. (2000). Co-ordinated public debt issuance in the euro area. *Report of the Giovannini Group*.
- Hellwig, C., & Philippon, T. (2011). Eurobills, not eurobonds. *VoxEU. org, December, 2*, 2011.
- Horn, S., Meyer, J., & Trebesch, C. (2020). European community bonds since the oil crisis: Lessons for today? *VOxEU - Europe in the time of covid-19*.
- IEFP. (2020). Novo Incentivo à Normalização da Atividade Empresarial. Retrieved from <https://www.iefp.pt/covid19>
- INE. (2021a). Produto interno bruto dados encadeados em volume (Taxa de variação homóloga - Base 1996 - %) Trimestral. Retrieved from https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contexto=pi&indOcorrCod=0009887&selTab=tab0
- INE. (2021b). Taxa de desemprego (Série 2011 - %) Trimestral. Retrieved from https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contexto=pi&indOcorrCod=0005599&selTab=tab0
- INE. (2021c). VAB gerado pelo turismo em proporção do VAB total (Base 2016 - %); Anual. Retrieved from https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0009965&contexto=bd&selTab=tab2
- INE. (2021d). Empresas (N.º) por Dimensão e Atividade económica Retrieved from https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contexto=pi&indOcorrCod=0008466&selTab=tab0
- Mota, P. (2017). *Austeridade Expansionista - Como Matar Uma Ideia Zombie?* : Almedina
- Pâris, P., & Wyplosz, C. (2014). PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. *Geneva Reports on the World Economy Special Report 3*.
- PEES. (2020). Mecanismos de financiamento - Linhas de crédito. Retrieved from <https://pees.gov.pt/empresas/>
- Pordata. (2018). Dimensão média das empresas: total. Retrieved from <https://www.pordata.pt/Europa/Dimens%C3%A3o+m%C3%A9dia+das+empresas+total-3158>
- Pröbstl, J. (2020). ESM loans or Coronabonds: A legal analysis from the German perspective. Retrieved from <https://voxeu.org/article/legal-perspective-esm-loans-and-coronabonds>
- Ramos, P. N., Ferreira, J. P., Cruz, L., & Barata, E. (2020). *Os modelos Input-Output, a estrutura setorial das economias e o impacto da crise da COVID 19*. Retrieved from
- República Portuguesa. (2020). Portugal apresenta saldo orçamental excedentário que permite enfrentar os desafios de hoje. Retrieved from

<https://www.portugal.gov.pt/pt/gc22/comunicacao/noticia?i=portugal-apresenta-saldo-orcamental-excedentario-que-permite-enfrentar-os-desafios-de-hoje>

Segurança Social. (2020). Apoio Extraordinário à Redução da Atividade Económica de Trabalhador Independente. Retrieved from <https://www.seg-social.pt/apoio-extraordinario-a-reducao-da-atividade-economica-de-trabalhador-independente>

SIFMA. (2008). A Common European Government Bond - Discussion Paper. Retrieved from <https://www.sifma.org/resources/research/afme-sifma-a-common-european-government-bond-discussion-paper/>

Smaghi, L. (2020). Corona bonds – great idea but complicated in reality. Retrieved from <https://voxeu.org/article/corona-bonds-great-idea-complicated-reality>

Weber, M. (2020). Eurobonds (or coronabonds) would not be costly for Northern euro area countries. *LSE Business Review*.