

MESTRADO
ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

Poderá o *Quantitative Easing* Direcionado ser um Instrumento de Financiamento da Autonomia Estratégica da União Europeia?

Pedro David de Freitas Mota

M

2026



PODERÁ O *QUANTITATIVE EASING* DIRECIONADO SER UM INSTRUMENTO DE FINANCIAMENTO DA AUTONOMIA ESTRATÉGICA DA UNIÃO EUROPEIA?

Pedro David de Freitas Mota

Dissertação
Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientado por
Álvaro Pinto Coelho de Aguiar

2026

Agradecimentos

Queria agradecer, em primeiro lugar, ao Professor Álvaro Aguiar pelo acompanhamento, orientação e partilha de conhecimento, mas também por ter aceitado ser meu orientador numa fase já adiantada do semestre. Queria agradecer, igualmente, ao Professor Paulo Mota pelas suas aulas estimulantes e por toda a partilha de ideias, que contribuíram diretamente para a escolha de explorar este tema.

Queria agradecer à minha família, sobretudo à minha mãe, pai e irmão, sempre presentes e que me deram espaço e apoio para realizar esta dissertação com a dedicação e concentração necessárias.

Queria agradecer ao meu grupo de amigos deste Mestrado, que contribuíram para que a experiência não se tornasse solitária e enriqueceram a todos os níveis o meu percurso universitário.

Por último, mas não menos importante, queria agradecer à minha parceira, Inês, por me ter acompanhado e estar disponível para me ajudar, contribuindo para que esta dissertação fosse bem-sucedida.

Resumo

O debate sobre a autonomia estratégica tem ganho cada vez mais importância através da crescente necessidade de a União Europeia assegurar uma maior resiliência energética, reforçar as suas capacidades de defesa, fortalecer a sua capacidade industrial e financiar as transições energética e digital. Ao mesmo tempo, as restrições orçamentais, a fragmentação dos mercados de capitais e diferentes capacidades de endividamento dos Estados-Membros restringem a sua capacidade de financiamento.

Esta dissertação analisa se uma forma de *quantitative easing* direcionado através da aquisição, por parte do banco central, de ativos especificamente direcionados para instrumentos que financiam setores estratégicos, como a defesa, a energia, as matérias-primas consideradas críticas e a soberania tecnológica, poderia constituir um instrumento viável e legítimo para financiar a autonomia estratégica da União Europeia. Para esse objetivo, a dissertação começa por analisar o conceito de autonomia estratégica, segmentando-a em diferentes áreas. Seguidamente, examina o *quantitative easing* convencional, os seus canais de transmissão, as medidas adotadas nalgumas das principais economias, bem como as principais críticas relativas aos seus efeitos distributivos, financeiros e institucionais.

A dissertação analisa depois o conceito de *quantitative easing* direcionado, através das propostas do *Green QE*, do *Strategic QE* e do *People's QE*. Por fim, analisa-se a atuação do Banco Central Europeu desde as crises recentes e os limites impostos pelo seu mandato de estabilidade de preços, a independência do banco central e a proibição do financiamento monetário.

Conclui-se que o *quantitative easing* direcionado poderá desempenhar um papel complementar na aceleração de capital para setores estratégicos e na redução do respetivo custo de financiamento. Contudo, a sua exequibilidade encontra-se limitada pelas restrições jurídicas e pelo mandato do Banco Central Europeu, pelo que não poderia ser utilizado de forma ampla sem uma reestruturação institucional e uma eventual reinterpretação desse mandato. Mantém-se, por isso, a necessidade de instrumentos estruturais e alternativos para o financiamento da autonomia estratégica, nomeadamente mecanismos de financiamento assentes na dívida comum.

Palavras-chave: Autonomia Estratégica, *Quantitative Easing*, Política Monetária Não Convencional, Banco Central Europeu, Política Monetária Direcionada.

Abstract

The debate on strategic autonomy has gained increasing importance, driven by the growing need for the European Union to ensure greater energy resilience, strengthen its defense capabilities, reinforce its industrial capacity, and finance the green and digital transitions. At the same time, fiscal constraints, fragmented capital markets, and the differing borrowing capacities of Member States restrict their ability to finance these objectives.

This dissertation examines whether a form of targeted quantitative easing, through central-bank purchases of assets specifically linked to instruments that finance strategic sectors such as defense, energy, critical raw materials, and technological sovereignty, could constitute a viable and legitimate instrument for financing the European Union's strategic autonomy. To this end, the dissertation begins by analyzing the concept of strategic autonomy, dividing it into different areas. It then examines conventional quantitative easing, its transmission channels, the measures adopted in some of the world's major economies, and the main criticisms concerning its distributional, financial, and institutional effects.

The dissertation subsequently analyzes the concept of targeted quantitative easing through proposals for Green QE, Strategic QE, and People's QE. Finally, it examines the European Central Bank's actions since the recent crises and the constraints imposed by its price-stability mandate, central bank independence, and the prohibition of monetary financing.

The dissertation concludes that targeted quantitative easing could play a complementary role in accelerating capital allocation towards strategic sectors and reducing their financing costs. However, its feasibility is constrained by legal restrictions and by the European Central Bank's mandate, meaning that it could not be deployed broadly without institutional restructuring and a possible reinterpretation of that mandate. There remains, therefore, a need for structural and alternative instruments to finance strategic autonomy, notably financing mechanisms based on common debt.

Keywords: Strategic Autonomy, Quantitative Easing, Unconventional Monetary Policy, European Central Bank, Targeted Monetary Policy.

Índice

1. Introdução	1
2. Autonomia Estratégica da União Europeia	4
2.1 Autonomia Estratégica – Âmbito Político	5
2.2 Defesa e Segurança	6
2.3 Indústria e Tecnologia	7
2.4 Transição Energética	9
2.5 O Euro e a Autonomia Estratégica	10
2.6 Constrangimentos Orçamentais e Limites aos Instrumentos Atuais	12
3. <i>Quantitative Easing</i>	18
3.1 Canais de Transmissão	19
3.2 Medidas Adotadas no Contexto do <i>Quantitative Easing</i>	23
3.2.1 <i>Quantitative Easing</i> no Japão	23
3.2.2 <i>Quantitative Easing</i> nos Estados Unidos da América	24
3.2.3 <i>Quantitative Easing</i> na União Europeia	25
3.3 Críticas ao <i>Quantitative Easing</i>	27
4. Da Não Neutralidade ao <i>Quantitative Easing</i> Direcionado	30
4.1 <i>Quantitative Easing</i> Verde	31
4.2 <i>People's Quantitative Easing</i>	34
4.3 <i>Quantitative Easing</i> Estratégico	37
4.4 Os Bancos Centrais e o Desenvolvimento Nacional	39
4.5 Críticas ao <i>Quantitative Easing</i> Direcionado	41
5. O Banco Central Europeu e o <i>Quantitative Easing</i> Direcionado	47
5.1 O Banco Central Europeu desde as Crises	47
5.2 A Legalidade e a Institucionalidade do Banco Central Europeu	49
5.2.1 O Mandato do Banco Central Europeu e a Direcionalidade	49
5.2.2 Os Princípios da Neutralidade e da Proporcionalidade	51
5.2.3 A Autonomia Estratégica e o Banco Central Europeu	53
6. Conclusão	57
Referências Bibliográficas	61
Notas de fim com texto original das traduções livres	76

Índice de Figuras

Figura 1 – Necessidades estimadas de despesas estratégicas anuais na UE: transição energética, digital e defesa repartidas entre financiamento público e privado, em percentagem do PIB da UE, 2025-2031	13
Figura 2 – O impacto do <i>Quantitative Easing</i> nos balanços	18
Figura 3 – Canais de Transmissão do <i>Quantitative Easing</i>	22
Figura 4 – Compras líquidas de ativos por programa no âmbito do APP	26
Figura 5 – Vantagens e Desvantagens do <i>Quantitative Easing</i> Direcionado – tabela de síntese dos principais argumentos abordados ao longo do capítulo	46
Figura 6 – Mandato e Institucionalidade do BCE e o <i>Quantitative Easing</i> Direcionado – tabela de síntese dos principais argumentos abordados ao longo do capítulo	56

Lista de Siglas

ABSPP – *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (Programa de Aquisição de Instrumentos de Dívida Titularizada)

APF – *Asset Purchase Facility*

APP – *Asset Purchase Programme* (Programa de Compra de Ativos)

BCE – Banco Central Europeu

BEI – Banco Europeu de Investimento

BoJ – *Bank of Japan* (Banco do Japão)

CBPP3 – *Covered Bond Purchase Programme 3* (Programa de Aquisição de Obrigações Hipotecárias)

CME – *Comprehensive Monetary Easing*

CRM Act – *Critical Raw Materials Act* (Regulamento Matérias-Primas Críticas)

CSPP – *Corporate Sector Purchase Programme* (Programa de Aquisição de Títulos de Dívida de Empresas)

EDF – *European Defense Fund* (Fundo Europeu de Defesa)

EDIDP – *European Defense Industrial Development Programme* (Programa Europeu de Desenvolvimento da Indústria de Defesa)

ETF – *Exchange-Traded Funds*

EUA – Estados Unidos da América

Fed – Reserva Federal Americana

FMI – Fundo Monetário Internacional

IA – Inteligência Artificial

MAC – *Monetary Allocation Committee*

MBS – *Mortgage-Backed Securities* (Títulos Garantidos por Hipotecas)

MEE – Mecanismo Europeu de Estabilidade

MPC – *Monetary Policy Committee*

NATO – *North Atlantic Treaty Organization* (Organização do Tratado do Atlântico Norte)

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OMT – *Outright Monetary Transactions* (Transações Monetárias Definitivas)

PEC – Pacto de Estabilidade e Crescimento

PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme* (Programa de Compras de Emergência Pandémica)

PESCO – *Permanent Structured Cooperation* (Cooperação Estruturada Permanente)

PIB – Produto Interno Bruto

PIIEC – Projeto Importante de Interesse Europeu Comum

PME – Pequenas e Médias Empresas

PRR – Programa de Recuperação e Resiliência

PSPP – *Public Sector Purchase Programme* (Programa de Aquisição de Obrigações de Dívida Soberana)

QE – *Quantitative Easing*

QFP – Quadro Financeiro Plurianual

QQE – *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*

REIT – *Real Estate Investment Trusts*

SAFE – *Security Action for Europe* (Instrumento de Ação para a Segurança da Europa)

UMC – União dos Mercados de Capitais

UPI – União da Poupança e dos Investimentos

TFUE – Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia

TJUE – Tribunal de Justiça da União Europeia

TLTRO – *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionadas)

TPI – *Transmission Protection Instrument* (Instrumento de Proteção da Transmissão)

TUE – Tratado da União Europeia

UE – União Europeia

ZLB – *Zero Lower Bound* (Limite Inferior Nulo)

1. Introdução

A União Europeia desenvolveu, ao longo da sua história, um sistema de cooperação complexo que transcende a atuação individual dos Estados-Membros, combinando o compromisso com a cooperação internacional baseada em regras com a promoção da liberalização do comércio através da integração económica. A União Europeia tornou-se, internamente, um mercado único profundamente integrado enquanto, externamente, tem procurado desempenhar um papel central na promoção da abertura dos mercados e da cooperação internacional. Contudo, enfrenta atualmente uma transformação profunda não só no âmbito económico, mas também no seu contexto geopolítico.

Um conjunto de circunstâncias recentes, entre as quais a pandemia da COVID-19, o regresso da guerra ao continente europeu e o ressurgimento dos Estados Unidos da América como um país protecionista, caracterizado pela intensificação da sua rivalidade económica com a China e a própria União Europeia, expuseram vulnerabilidades da União Europeia. Desta forma, o reconhecimento por parte dos diferentes líderes europeus da necessidade de diminuir dependências estratégicas e alcançar resiliência num conjunto de áreas diverso justifica a transição para uma União Europeia empenhada em reforçar a sua autonomia estratégica¹ nos domínios da defesa e segurança, da transição digital, do acesso a matérias-primas críticas e da transição energética. Efetivamente, os setores mencionados requerem um investimento de longo prazo e estão dependentes de financiamento paciente em grande escala. Ao mesmo tempo, embora a resposta à pandemia da COVID-19 tenha revelado um maior comprometimento da União Europeia quanto ao desenvolvimento de novos mecanismos e ferramentas, como o programa *NextGenerationEU*, os constrangimentos orçamentais são ainda significativos, com as finanças públicas dos diferentes Estados-Membros constrangidas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), verificando-se também a fragmentação dos mercados de capitais e a dependência financeira de países terceiros (Miró, 2023). Nesse sentido, aferir como conseguirá a União Europeia mobilizar uma grande quantidade de capital de longo prazo sem prejudicar a sustentabilidade orçamental dos Estados-Membros é ainda uma incógnita. Definir estratégias, ferramentas e o papel do Banco Central Europeu (BCE) neste cenário é prioritário.

¹ No âmbito desta dissertação, o termo utilizado para referir a necessidade de a União Europeia diminuir dependências, proteger os seus interesses estratégicos e se tornar mais resiliente é o de “autonomia estratégica”, embora a literatura reconheça outros termos, como “autonomia estratégica aberta” (*open strategic autonomy*) e “soberania estratégica” (*strategic sovereignty*).

Após a crise financeira de 2008, a política monetária convencional, que visava controlar a inflação e a procura agregada através do ajuste das taxas de juro, ficou limitada quando estas atingiram valores próximos do limite inferior efetivo. Desta forma, após esta crise e a crise das dívidas soberanas da Zona Euro, o Banco Central Europeu demonstrou a sua capacidade de utilizar políticas monetárias não convencionais, como o *quantitative easing*, afetando as condições de financiamento numa escala que a política convencional se revelou incapaz de alcançar. No entanto, num estudo sobre o impacto climático do *quantitative easing*, Matikainen et al. (2017) argumentam que, na prática, os efeitos distributivos e setoriais desta política não são neutros. A intervenção do *quantitative easing* pode criar vantagens de liquidez desiguais, tornando a tipologia de ativos elegíveis para o programa um elemento decisor de quais setores económicos acabam por ser favorecidos. Dado que o *quantitative easing* apresenta efeitos seletivos e não é, à partida, neutro, a sua conceção pode ser desenvolvida em consonância com as prioridades estratégicas de longo prazo da União Europeia. Para que a política monetária impulse a atividade produtiva, Ryan-Collins et al. (2013) sugerem direcionar o apoio financeiro do banco central para intermediários, sendo que o modelo substitui as compras generalizadas de ativos por uma distribuição de capital orientada para setores prioritários e projetos de desenvolvimento económico. Uma versão desta medida adaptada ao contexto da União Europeia poderia apoiar o financiamento de setores estrategicamente importantes, sem os limitar apenas à vertente orçamental.

As limitações associadas ao uso convencional do *quantitative easing* justificam a aplicação do *quantitative easing* direcionado. Parte do mecanismo de transmissão do seu uso convencional pressupõe que a compra de ativos incentiva os investidores a reequilibrar os seus portefólios, diminuindo os custos de financiamento transversalmente. No entanto, a transmissão destes efeitos para o investimento produtivo é incerta, sobretudo quando os investidores privilegiam ativos de baixo risco (Matikainen et al., 2017). O *quantitative easing* direcionado procuraria não só alterar a quantidade de liquidez no sistema financeiro, mas também o destino do financiamento, sobretudo de uma forma mais direta para investimentos que reforcem a capacidade produtiva.

A execução desta política está, contudo, institucional e juridicamente limitada pelo Tratado da União Europeia (TUE) e pelo Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), pelos princípios da neutralidade do mercado e da proporcionalidade e pela jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) relativa ao uso de política monetária não convencional por parte do Banco Central Europeu (Ioannidis et al.,

2021). A adoção de uma política como o *quantitative easing* direcionado exigiria uma justificação clara sobre como a compra direcionada de ativos poderia contribuir, de forma proporcional, para a transmissão da política monetária, sem comprometer as regras de financiamento monetário e a independência do banco central.

Com esta dissertação pretende-se analisar se o *quantitative easing* direcionado pode ser legalmente viável, mas também economicamente eficaz para o financiamento da autonomia estratégica da União Europeia, através de uma metodologia que se baseia na revisão crítica da literatura.

No capítulo 2, apresenta-se e contextualiza-se a autonomia estratégica aplicada ao caso europeu, definindo-a e explorando os principais campos, como a defesa e segurança; a indústria e tecnologia e a transição energética. Neste capítulo, é explorado igualmente o papel e a importância internacional do euro e quais é que são os principais desafios para o desenvolvimento de uma autonomia estratégica na União Europeia.

Seguidamente, no capítulo 3 é analisado o conceito de *quantitative easing*, explorando os seus canais de transmissão e a sua utilização em algumas das maiores economias mundiais, sobretudo na Zona Euro, e analisando os seus efeitos. O capítulo 4 aborda o *quantitative easing* direcionado, nomeadamente através de designações como o *Green QE*, *People's QE* e *Strategic QE*, e a utilização histórica dos bancos centrais no apoio a políticas públicas, na recuperação da Grande Depressão e no pós-Segunda Guerra Mundial.

Por último, o capítulo 5 foca o enquadramento institucional e jurídico em que se insere o Banco Central Europeu, explorando o seu desenvolvimento desde as crises mais recentes, e o seu mandato de manter a estabilidade de preços, mas também o seu objetivo secundário de apoio às políticas económicas gerais da União Europeia. Neste capítulo é também discutida a utilização direcionada do *quantitative easing*, e se este seria compatível com o enquadramento legal do Banco Central Europeu, mas também se configura, de facto, um instrumento útil, ou necessário, para os objetivos da autonomia estratégica.

2. Autonomia Estratégica da União Europeia

A autonomia estratégica tornou-se um conceito central na resposta da União Europeia à crescente instabilidade geopolítica e às dependências de fornecedores externos. Tendo sido inicialmente associada à defesa e segurança, alargou-se para abranger a segurança energética, as matérias-primas críticas, as tecnologias digitais, e a capacidade industrial (Damen, 2022; Kroll, 2024). Segundo Draghi (2024a), a escala de investimentos estratégicos necessária é muito elevada, levantando questões quanto à capacidade dos atuais instrumentos de financiamento da UE para apoiar este objetivo de forma suficientemente abrangente e estável. Embora a literatura identifique importantes críticas conceptuais, políticas e distributivas relevantes para a autonomia estratégica, esta dissertação parte do pressuposto de que é necessário reforçar a capacidade europeia para a concretizar e analisa se este objetivo pode ou não ser concretizado a partir do *quantitative easing*². Nesse sentido, este capítulo enquadra os principais campos da autonomia estratégica europeia, o contexto político, identifica a agenda relevante e os principais desafios de financiamento, e analisa, por fim, se o *quantitative easing* poderia contribuir para o financiamento da autonomia estratégica europeia.

O conceito de autonomia estratégica surgiu, em 2013, num documento do Conselho Europeu sobre a Política Comum de Segurança e Defesa, que salientava a necessidade de desenvolver a base industrial e tecnológica de defesa europeia (Damen, 2022). Wrange define a autonomia estratégica do seguinte modo:

Amplamente definida como a capacidade da União para agir de uma forma independente de modo a proteger os seus interesses estratégicos e a desenvolver as suas próprias capacidades e resiliência num ambiente geopolítico cada vez mais instável, a autonomia estratégica expandiu-se para além da defesa em direção à política comercial; à política energética; e ao domínio cibernético. Ao interligar áreas políticas distintas sob a bandeira da segurança e do desenvolvimento de capacidades, a autonomia estratégica assinalou o despertar geopolítico da UE e a vontade de reduzir a dependência de atores externos. (2025, p.2)ⁱ

A autonomia estratégica reflete a necessidade da UE reduzir a sua dependência externa em setores críticos, assegurando que as suas decisões e ações não fiquem dependentes de pressões externas (Damen, 2022; Helwig, 2020). A autonomia estratégica não se traduz em isolamento, nem em autossuficiência absoluta, mas pressupõe, entre os Estados-Membros, o reforço da coesão, da capacidade de decisão, da resiliência, dos recursos

² Para perspetivas críticas sobre a autonomia estratégica europeia, incluindo os possíveis efeitos na coesão territorial, nas divisões internas da UE, no protecionismo e na política energética, veja-se, entre outros, Monastiriotis e Gamtkitsulashvili (2025); Gutiérrez Roa (2026); Lavery et al. (2022); Miró (2023); Gehrke (2022).

e das competências necessárias para evitar que a dependência limite a ação da UE (Lippert et al., 2019; Helwig, 2020). A autonomia estratégica da União Europeia não significa deixar de cooperar com outras grandes potências, mas implica garantir que essa cooperação se desenvolva de acordo com os interesses e prioridades da própria UE (Gehrke, 2022). Draghi (2024a), no seu relatório sobre o futuro da competitividade da Europa, argumenta que a União Europeia precisa de uma estratégia económica externa para diminuir a dependência de outros países, reduzindo a sua vulnerabilidade, e consequentemente, proteger-se das instabilidades internacionais.³

2.1. Autonomia Estratégica – Âmbito Político

A autonomia estratégica também é discutida por líderes mundiais, sobretudo por Emmanuel Macron que a defende há vários anos⁴. Para Macron, a Europa ainda tem um caminho a percorrer na mitigação de riscos, o que exige uma maior capacidade de investimento e de coordenação entre os Estados-Membros (EU Debates | eudebates.tv, 2026). Segundo Josep Borrell (2020), ex-vice-presidente da Comissão Europeia, a importância da Europa no mundo tem vindo a diminuir e a autonomia estratégica é fundamental para a sua sobrevivência política.

No Fórum Económico Mundial de 2026, Ursula von der Leyen (2026) abordou a necessidade de construir uma Europa independente, capaz de reduzir as suas dependências estruturais, referindo que existe consenso quanto a essa necessidade e destacando os setores da energia, das matérias-primas críticas, do digital e da defesa⁵. Quanto ao papel geopolítico da União Europeia, o presidente do Conselho Europeu António Costa afirma que o reforço da competitividade económica da UE é fundamental para reforçar a sua resiliência e autonomia estratégica (Costa, 2026).

³ Segundo Draghi (2024a), a Europa deverá garantir o acesso a recursos e tecnologias essenciais, estabelecer acordos comerciais e parcerias com outros países, aumentar os investimentos e as reservas estratégicas.

⁴ Na 8.ª Reunião da Comunidade Política Europeia, em Yerevan, o presidente francês abordou o tema, argumentando que a autonomia estratégica abrange mais do que a defesa e a segurança, alargando-se a setores como o espaço e os semicondutores. O líder europeu destacou o impacto da dependência de países terceiros, mencionando a pandemia da COVID-19, durante a qual essa dependência se verificou em materiais essenciais, como máscaras protetoras; a guerra da Rússia contra a Ucrânia, que gerou dependência do gás; a dependência em matéria de defesa e segurança relativamente aos EUA; e as dependências face à China (EU Debates | eudebates.tv, 2026).

⁵ Diversas figuras políticas defendem a autonomia em variados setores, incluindo o espacial, uma visão partilhada por Josef Aschbacher, diretor da Agência Espacial Europeia, que, numa entrevista recente à Bloomberg, foi questionado sobre a suficiência do financiamento da economia e indústria espacial europeias. Aschbacher referiu que a Europa ainda não faz o suficiente e que o investimento europeu, em comparação com o dos EUA, equivale apenas a um sexto do investimento público norte-americano (Bloomberg, 2026).

Beaucillon refere o impacto do desenvolvimento da autonomia estratégica na política externa da UE:

A introdução da autonomia estratégica no discurso da ação externa da UE serve um duplo objetivo político: assegurar não apenas que a UE é capaz de moldar o rumo das relações internacionais através da sua ação externa, mas também que consegue agir de forma autónoma e sustentar as suas próprias opções de política externa, se necessário. (2023, p.418)ⁱⁱ

Para Draghi (2024a), a União Europeia tem beneficiado durante décadas da expansão do comércio global, de energia russa barata, da garantia de segurança proporcionada pelos EUA e de uma geopolítica estável, mas esses pilares estão a enfraquecer. De facto, a União Europeia enfrenta dificuldades em afirmar-se como potência tecnológica perante o crescimento exponencial da inovação⁶.

2.2. Defesa e Segurança

A defesa e a segurança são fundamentais para a autonomia estratégica da UE. Neste domínio, a autonomia não implica isolamento político nem a substituição da cooperação transatlântica, mas deve permitir à UE salvaguardar os seus interesses e valores e agir de forma independente, se necessário, numa nova ordem mundial (Nissen & Larsen, 2021). Nesse sentido, a União Europeia procurou fortalecer a sua autonomia estratégica através da definição de critérios da Cooperação Estruturada Permanente (PESCO, do inglês *Permanent Structured Cooperation*)⁷, da criação do Programa Europeu de Desenvolvimento da Indústria de Defesa (EDIDP, do inglês *European Defense Industrial Development Programme*)⁸ e do Fundo Europeu de Defesa (EDF, do inglês *European Defense Fund*)⁹, com o objetivo de reforçar a base industrial e tecnológica do continente e reduzir a dependência de tecnologias militares estrangeiras (Lavery et al., 2022). Para Borrell (2020), o PESCO e o EDF são exemplos de como é possível consolidar a autonomia estratégica da UE, fortalecendo a base industrial da

⁶ Draghi (2024a) salienta que a Europa detém apenas 4 das 50 principais empresas tecnológicas mundiais, o que evidencia a sua reduzida competitividade face a parceiros internacionais, como os EUA, que possuem um maior número de empresas deste tipo. Esta assimetria é especialmente visível nas tecnologias emergentes, consideradas essenciais para impulsionar o crescimento económico nas próximas décadas, sendo que o atraso europeu no desenvolvimento tecnológico contribui para um défice de produtividade da União Europeia face aos EUA.

⁷ A PESCO, lançada em 2017, visa reforçar a cooperação entre os Estados-Membros para desenvolver capacidades de defesa e segurança mais robustas e integradas (PESCO, s.d.)

⁸ Com o objetivo de impulsionar a capacidade industrial militar europeia face à concorrência internacional, a UE lançou o EDIDP no período de 2019-2020. O projeto serviu como precursor do EDF, inaugurando uma modalidade de financiamento coletivo para a criação de novos recursos bélicos (Comissão Europeia, s.d.).

⁹ O EDF dispõe de 8 mil milhões de euros para o período de 2021 a 2027, destinados a apoiar a cooperação entre os Estados-Membros nas fases de investigação e desenvolvimento de produtos de defesa (Comissão Europeia, 2021).

defesa e contribuindo, simultaneamente, para objetivos relevantes da Organização do Tratado do Atlântico Norte (NATO).

Os Estados-Membros da NATO comprometeram-se a elevar a despesa em defesa para 5% do Produto Interno Bruto (PIB) até 2035, justificando o objetivo com a crescente ameaça russa à segurança transatlântica (North Atlantic Treaty Organization, 2025). Recentemente no Fórum da Indústria de Defesa da Cimeira da NATO, em Ancara, o Secretário-Geral da NATO, Mark Rutte, afirmou que a nomeação de Andrius Kubilius como o primeiro Comissário da Comissão Europeia com uma pasta especificamente dedicada à defesa reflete o crescente compromisso da União Europeia com o reforço das suas capacidades de defesa. Sustentou ainda que, tendo em conta o atual contexto de segurança, a Europa deve reduzir a sua dependência dos Estados Unidos da América (Rutte, 2026).

Já o plano *ReArm Europe* ou *Readiness 2030* reflete um maior compromisso da União Europeia com a defesa¹⁰. Para concretizar estes objetivos, é necessário aumentar significativamente o investimento no setor, mobilizando financiamento não só dos orçamentos nacionais e europeus, mas também do Banco Europeu de Investimento (BEI) e de capital privado (Clapp et al., 2025). De acordo com os autores, vários Estados-Membros defenderam que o BEI tivesse um papel mais importante no financiamento de projetos de defesa, nomeadamente através da emissão de obrigações específicas para a defesa (*defense bonds*). Mediante esta necessidade, a presidente do BEI propôs, para projetos não letais, empréstimos de maior dimensão e uma linha de crédito permanente.

2.3 Indústria e Tecnologia

A par do investimento em defesa e segurança, a União Europeia tem procurado transformar a sua autonomia estratégica numa agenda de desenvolvimento industrial, não através do isolamento dos mercados globais, mas pelo reforço da sua capacidade de produzir, financiar, regular e reciclar matérias-primas essenciais na Europa (Hool et al., 2023). Esta abordagem tornou-se visível na proposta do *Industrial Accelerator Act*, apresentada em 2026, que procura responder ao enfraquecimento da indústria europeia, pretendendo tornar os processos industriais mais rápidos e eficientes, acelerando a descarbonização e o licenciamento, mas também aumentando o peso da indústria transformadora para 20% do

¹⁰ Outro instrumento de consolidação da autonomia estratégica no domínio da defesa é o Instrumento de Ação para a Segurança da Europa (SAFE, do inglês *Security Action for Europe*), que apoia a aquisição conjunta por Estados-Membros e países parceiros, em áreas prioritárias. (Comissão Europeia, 2025b).

PIB da UE até 2035 (Comissão Europeia, 2026c). Além disso, a proposta procura proteger o acesso da Europa a bens e recursos essenciais e diminuir a dependência de fornecedores externos em setores considerados estratégicos, atribuindo ao Mercado Único, neste contexto, um papel importante.

No domínio da política industrial, a Comissão Europeia procura apoiar setores industriais estratégicos através dos Projetos Importantes de Interesse Europeu Comum (PIIEC, do inglês *Important Projects of Common European Interest*) facilitando o investimento público e privado em projetos que são importantes para a competitividade e inovação da UE e que, sem intervenção pública, dificilmente seriam desenvolvidos. A Comissão flexibilizou, nesse sentido, as regras relativas aos auxílios de Estado, permitindo aos diferentes Estados-Membros apoiar mais facilmente determinados projetos estratégicos (Miró, 2023).

Apesar de a União Europeia ter uma forte influência na definição de regras e normas internacionais, apresenta uma capacidade tecnológica inferior à dos Estados Unidos da América e da China (Helwig, 2020). Segundo Draghi (2024a), a Europa precisa de reforçar a sua capacidade de inovação tecnológica e criar melhores condições para transformar a investigação e a inovação em crescimento económico e, consequentemente, reduzir o atraso tecnológico face aos EUA e à China. A UE deveria, nesse sentido, investir mais em tecnologias avançadas¹¹, sobretudo na inteligência artificial (IA)¹² e noutras tecnologias digitais, aumentando a sua produtividade e o potencial da indústria transformadora¹³. O autor destaca como um dos principais obstáculos a existência de uma regulamentação fragmentada e restritiva, que dificulta a expansão das empresas na Europa e compromete investigadores e empreendedores de alcançarem o sucesso necessário no continente, levando-os, por consequência, a desenvolver-se e expandir-se no estrangeiro. Neste âmbito, a União Europeia apresenta o *AI Act*, um documento que estabelece a regulamentação necessária para o desenvolvimento e a implementação da IA, acompanhado por outras medidas políticas como o *AI Continent Action Plan*, o *AI Innovation Package* e o *AI Factories* (Comissão Europeia, 2026a). Efetivamente, o relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) de 2025 (OECD, 2025) sobre a implementação da

¹¹ Draghi (2024a) aponta a farmacêutica, o setor automóvel e a energia como domínios estratégicos em que a adoção de IA pode transformar a posição competitiva da Europa.

¹² Draghi (2024a) defende que a estratégia de competitividade da Europa não se deve limitar a reproduzir a dinâmica tecnológica norte-americana. Segundo o autor, o avanço na inteligência artificial tem de ser sustentado pelo investimento em formação e qualificação profissional, permitindo que os ganhos de produtividade fortaleçam a coesão social em vez de ampliarem as assimetrias no mercado de trabalho.

¹³ O autor usa o termo “*manufacturing*” (Draghi, 2024a).

IA na Europa indica que, embora os Estados-Membros da UE tenham reforçado substancialmente as bases estratégicas, infraestruturais, científicas e setoriais da inteligência artificial, a expansão eficaz e equitativa da IA em toda a União Europeia continua a ser limitada por uma implementação desigual entre os países, por mecanismos de monitorização e de partilha de dados inadequados e por uma coordenação transfronteiriça insuficiente.

Para Kroll (2024), a Europa tem uma posição sólida nas energias renováveis, na indústria transformadora e em tecnologias de eficiência energética. No entanto, apresenta dependências estratégicas em áreas como a inteligência artificial, o *big data*, a mobilidade digital e a segurança digital e, especialmente, em setores como a microeletrónica e a nanoeletrónica. Efetivamente, os semicondutores assumem uma importância crescente, por serem utilizados em diferentes setores, como os setores militar e aeroespacial, as telecomunicações, a mobilidade, a energia e os produtos eletrónicos (Trippel et al., 2024).¹⁴

A União Europeia precisa de tornar mais seguras e diversificadas as suas cadeias de abastecimento de matérias-primas e componentes essenciais, indispensáveis à transição energética e a outros setores, como o digital, o setor aeroespacial e a defesa, de modo a reforçar a sua autonomia estratégica e reduzir a dependência de países externos, sobretudo da China (Baldassare & Carrara, 2025)¹⁵. Para acelerar a transição ecológica e digital, a Europa tem recorrido a instrumentos como os PIIEC para impulsionar e articular áreas industriais estratégicas, nomeadamente o hidrogénio, o armazenamento de energia, as tecnologias de semicondutores e a infraestrutura de dados em nuvem (Gehrke, 2021).

2.4 Transição Energética

O choque energético decorrente da invasão russa da Ucrânia em 2022 evidenciou a vulnerabilidade externa da União Europeia e forçou a reconfiguração acelerada da sua política energética, assente no plano *REPowerEU*¹⁶ (Gutiérrez Roa, 2026).

¹⁴ De acordo com Draghi (2024b), através do *Chips Act* a União Europeia reforça a importância do setor, procurando, com este ato legislativo, fomentar a inovação, atrair investimento e aumentar as capacidades de produção nacionais, mas também fortalecer a resiliência em caso de perturbações no abastecimento.

¹⁵ Para fazer face à dependência dessas importações surgiu o Regulamento Matérias-Primas Críticas (CRM-Act, do inglês *Critical Raw Materials Act*) que elenca os materiais fundamentais para a União Europeia. O regulamento estabelece um quadro de 34 matérias-primas críticas, definindo metas internas de autonomia até 2030: 10% para a extração, 40% para o processamento e 15% para a reciclagem, limitando, simultaneamente, a 65% a quota máxima que qualquer país terceiro pode fornecer, isoladamente, à UE (Ragonnaud, 2023).

¹⁶ De acordo com Gutiérrez Roa (2026), para operacionalizar o paradigma da autonomia estratégica na energia, a Comissão Europeia utilizou o *REPowerEU* (lançado em 2022) como um instrumento de reindustrialização sustentável. Esta abordagem combinou grandes volumes de capital dirigidos à eletrificação do tecido produtivo com quadros regulatórios direcionados para energias renováveis, exemplificados pelo apoio ao hidrogénio,

A capacidade de a UE transformar a descarbonização num fator de expansão económica encontra-se condicionada pela perda de competitividade das suas empresas. Segundo Draghi (2024a), as assimetrias nos preços da energia face aos EUA e o domínio de Pequim das cadeias de abastecimento impedem a Europa de potenciar a sua liderança tecnológica. Para contrariar esse cenário, o relatório sustenta que as metas de sustentabilidade têm de ser acompanhadas por um plano de ação multisetorial articulado à escala europeia.¹⁷

Para Kivimaa e Entsaló (2026), a transição para uma economia mais sustentável pode, simultaneamente, reforçar a segurança e a autonomia estratégica da União Europeia. De facto, a maior utilização de energias renováveis reduz as necessidades de importação de combustíveis fósseis e a vulnerabilidade a crises e perturbações nos mercados internacionais de energia. Estas mudanças podem fortalecer as indústrias dos Estados-Membros, criando oportunidades para o desenvolvimento de tecnologias e setores industriais europeus. Perante a instabilidade no Médio Oriente, a UE anunciou o seu plano *AccelerateEU* para acelerar a transição energética e impulsionar a competitividade da indústria europeia (Comissão Europeia, 2026b). No entanto, a transição energética pode gerar novas dependências, sobretudo devido às matérias-primas críticas necessárias para a produção de tecnologias energéticas sustentáveis¹⁸(Conselho da União Europeia, 2021).

2.5 O Euro e a Autonomia Estratégica

A digitalização acelerada dos sistemas financeiros, associada à intensificação da disputa geopolítica entre Washington e Pequim, está a transformar o sistema financeiro internacional. Neste cenário, reforçar o papel internacional do euro torna-se uma prioridade incontornável, sobretudo como instrumento da autonomia estratégica da União Europeia (Tokarski, 2024). Para Lane (2025), membro da Comissão Executiva do BCE, a relevância do euro digital decorre da sua importância na redução da vulnerabilidade financeira externa da Europa e no reforço da sua autonomia estratégica, e não apenas da adaptação aos novos hábitos digitais de consumo. De facto, Cipollone (2026), também membro da Comissão

através do Banco Europeu para o Hidrogénio, e pelo reforço da política solar comunitária, através da Estratégia da UE para a energia solar.

¹⁷ Outras medidas incluem o Regulamento Indústria de Impacto Zero (*Net-Zero Industry Act*), que procura assegurar que as tecnologias necessárias para a transição energética sejam produzidas na Europa em maior escala. O regulamento visa que a capacidade de fabrico da UE em tecnologias estratégicas de impacto zero atinja, até 2030, pelo menos 40% das necessidades anuais, apoiando simultaneamente as metas climáticas e energéticas da UE para 2030, a neutralidade climática até 2050, a competitividade industrial, a criação de emprego e a independência energética (Comissão Europeia, 2023).

¹⁸ Ver Comissão Europeia (2023).

Executiva do BCE, situa os sistemas de pagamento ao mesmo nível de importância estratégica tradicionalmente atribuído à energia, aos transportes e às telecomunicações. Segundo o autor, esta dependência de fornecedores externos constitui uma das principais vulnerabilidades da Europa, cuja margem de ação, tanto no plano económico como no político, fica exposta a decisões e interesses que escapam ao seu controlo direto. Segundo o ex-primeiro-ministro de Itália Enrico Letta (2024) o euro digital pode representar uma transformação no funcionamento dos pagamentos de retalho, ao promover a substituição da dependência de redes de pagamento controladas por entidades estrangeiras por uma infraestrutura pública comum, gerida pela União Europeia. Um sistema seguro, flexível e à escala europeia reforçaria a proteção dos dados financeiros dos europeus, reduziria a dependência de prestadores externos e fortaleceria a autonomia estratégica, promovendo paralelamente a inovação. Segundo Tokarski (2024) o euro digital pode também reforçar o papel internacional do euro, através da sua utilização para além das fronteiras da Zona Euro. Com efeito, o euro digital poderia oferecer um meio de pagamento estável e seguro a pessoas em países com sistemas bancários pouco fiáveis e acesso limitado a produtos financeiros em euros, permitindo que o euro funcionasse mais eficazmente como alternativa global a moedas locais mais fracas. No entanto, segundo Cipollone (2026), a UE continua dependente de fornecedores externos no comércio eletrónico, nomeadamente na área dos pagamentos digitais, o que limita a sua autonomia estratégica.

O relatório anual de 2025 do Banco Central Europeu (2026) aponta que uma maior integração e desenvolvimento dos mercados de capitais, nomeadamente através da União da Poupança e dos Investimentos (UPI, do inglês *Savings and Investments Union*), e a prevista emissão de obrigações à escala da UE, incluindo as associadas a maiores responsabilidades europeias em matéria de defesa, poderão reforçar o papel internacional do euro.

Borrell (2020) destaca um desenvolvimento setorial assimétrico na autonomia estratégica da UE, salientando que a consolidação alcançada no comércio ainda não encontra paralelo no domínio financeiro, sobretudo no peso global do euro. Segundo Tokarski (2024), o reforço e a integração dos mercados financeiros europeus são essenciais para aumentar a autonomia financeira da UE, financiar projetos estratégicos e fortalecer a importância do euro. O autor sublinha que o euro e o Mercado Único estão interligados, sendo que quanto mais forte, integrado e eficiente for o Mercado Único, maior será a importância internacional do euro, e vice-versa.

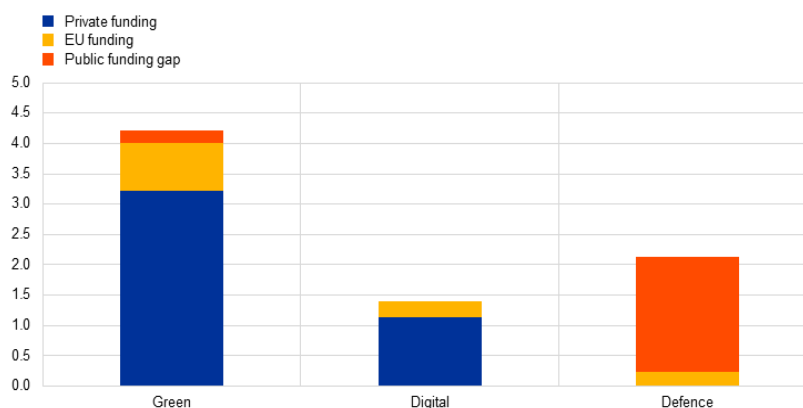
Lane (2026b) destaca que o aumento da procura global por instrumentos financeiros denominados em euros é limitado pela escassez de ativos de elevada qualidade. Consequentemente, o autor defende reformas institucionais na UE para expandir o volume de ativos seguros emitidos, permitindo que o sistema financeiro europeu absorva e capitalize esse fluxo externo. Nesse sentido, o *quantitative easing* direcionado poderá desempenhar um papel importante, ao aumentar a procura por determinados ativos europeus, reduzir os custos de financiamento de empresas e governos e ao incentivar a emissão de novas obrigações. Isto pode também favorecer o crescimento económico e o investimento em setores estratégicos, reforçando o papel internacional do euro ao aumentar a disponibilidade de ativos seguros e atrativos denominados em euros.

2.6 Constrangimentos Orçamentais e Limites dos Instrumentos Atuais

A autonomia estratégica apresenta desafios quantitativos e institucionais: exige o financiamento de projetos relacionados com a transição energética, a digitalização, ou a defesa e segurança, mas também, no plano institucional, enfrenta a dificuldade de a UE criar uma estrutura orçamental estável, capaz de mobilizar recursos à escala necessária pelos Estados-Membros e durante um período suficientemente longo (Kjaer, 2026). O relatório de Draghi (2024a) apoiado em projeções da Comissão Europeia aponta para a necessidade de um investimento suplementar de 750 a 800 mil milhões de euros anuais (4,4% a 4,7% do PIB de 2023 da UE) para atingir os objetivos estratégicos da UE. Além disso, estimativas da Comissão, de junho de 2024, quantificam em cerca de €500 mil milhões o investimento necessário apenas no setor da defesa na próxima década. O esforço financeiro necessário parece ser ainda maior do que o indicado por Draghi. Bouabdallah et al. (2025), numa análise do Banco Central Europeu, estimam que as necessidades de investimento estratégico da UE ascendem agora a quase €1,2 bilião por ano, em média, entre 2025 e 2031 face aos cerca de €800 mil milhões anuais estimados anteriormente para apoiar as transições energética, digital e de defesa. Este aumento tem implicações importantes para o financiamento público, cuja parcela, segundo os autores, passaria de cerca de 24% do total em 2024 para 43% atualmente. Por conseguinte, para os autores, o esforço adicional exigido aos orçamentos nacionais e da UE é estimado em aproximadamente €510 mil milhões por ano, podendo variar entre 2,7% e 4,0% do PIB da União Europeia quando considerada uma margem de incerteza de $\pm 20\%$ (ver Figura 1). Ainda assim, os mecanismos atualmente disponíveis poderiam mobilizar até €404 mil milhões por ano entre 2025 e 2031. Permaneceria, assim, uma lacuna de pelo menos

€106 mil milhões por ano, cerca de 21% do total de financiamento público necessário, a cobrir pelos instrumentos existentes.

Figura 1 – *Necessidades estimadas de despesas estratégicas anuais na UE: transição energética, digital e defesa repartidas entre financiamento público e privado, em percentagem do PIB da UE, 2025-2031*



Nota. Retirado de 'Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions, por Bouabdallah, O., Dorruci, E., Nerlich, C., Nickel, C., & Vlad, A. (2025). *European Central Bank*.

A autonomia estratégica exige capacidade de atuação e de financiamento à escala europeia. Contudo, a União Europeia continua a depender sobretudo de contribuições dos Estados-Membros para financiar o seu orçamento, mantendo uma capacidade orçamental central limitada face às suas ambições estratégicas (García Antón & Woźniakowski, 2026). Segundo Draghi (2024a), a capacidade da União Europeia para financiar grandes iniciativas estratégicas é limitada por dois entraves. Por um lado, o poder orçamental permanece concentrado nos governos nacionais, com cerca de 50% do PIB conjunto, face a apenas 1% gerido a nível comunitário. Por outro, a dispersão de fundos europeus por aproximadamente meia centena de programas impede a concentração de recursos necessária para financiar grandes projetos transnacionais. Infere-se assim, que esta configuração evidencia uma tensão estrutural entre os objetivos estratégicos da União Europeia e a estrutura orçamental da UE. Segundo Lippert et al. (2019), a concretização da autonomia estratégica requer recursos apropriados. Embora a atual arquitetura orçamental seja considerada desajustada, os autores apontam a revisão do Quadro Financeiro Plurianual (QFP) como uma oportunidade para redirecionar os recursos financeiros em função dessas novas metas estratégicas. Além disso, de acordo com Draghi (2024a), a UE tem dificuldade em atrair investimento privado, porque os mecanismos europeus de financiamento tendem a favorecer projetos de menor risco, nomeadamente o BEI, espelhando um problema de aversão ao risco. Como alguns parceiros preferem investimentos de baixo risco, essa preferência limita a capacidade da UE de

financiar projetos mais arriscados, mas potencialmente estratégicos e inovadores. Com base na análise de Macfarlane e Mazzucato (2018), segundo a qual os investimentos estratégicos exigem capital paciente capaz de suportar riscos elevados, longos períodos de maturação e retornos incertos, esta dinâmica torna-se determinante para a construção da autonomia estratégica. Nesse sentido, no seu relatório, Draghi (2024b) defende que o *InvestEU* e o BEI devem assumir um papel mais ativo e mais tolerante ao risco, direcionando financiamento para projetos e empresas estratégicas que o setor privado, sozinho, não consegue financiar. O autor apoia também a criação de uma estrutura específica dentro do BEI dedicada a fornecer capital e quase-capital, incluindo capital de risco e dívida de risco.

A reforma da governação orçamental da União Europeia formalizada pelo Regulamento (UE) 2024/1263 (2024) substituiu o modelo anterior de vigilância multilateral ao eleger a despesa primária líquida como indicador operacional único. Sob este enquadramento, os Estados-Membros ficam vinculados a um plano orçamental-estrutural de médio prazo com uma vigência habitual de quatro a cinco anos. Para os países que excedem os limites orçamentais tradicionais do Tratado de Maastricht (dívida superior a 60% do PIB ou déficit de 3%), a Comissão Europeia passa a fixar limites de despesa através de uma “trajetória de referência”. Essa orientação impõe metas mínimas de desalavancagem: um corte médio anual no rácio da dívida de 1 ponto percentual para níveis de endividamento superiores a 90% do PIB e de 0,5 pontos percentuais para a faixa entre 60% e 90%. Embora a janela temporal padrão para a consolidação orçamental seja de quatro anos, os Estados-Membros podem prolongar esse horizonte até sete anos. Esta expansão depende da apresentação de compromissos concretos em investimentos estratégicos e reformas que reforcem o crescimento, a sustentabilidade financeira e os objetivos comuns da UE¹⁹(Regulamento (UE) 2024/1263, 2024).

A União Europeia reconhece que a autonomia estratégica exige um investimento de grande escala e de longo prazo, mas, ao mesmo tempo, o seu quadro orçamental continua a impor disciplina à despesa nacional através de trajetórias de despesa a médio prazo. A concretização da autonomia estratégica continua dependente da situação financeira de cada Estado-Membro, evidenciando as assimetrias entre países mais e menos endividados e dificultando a coordenação para o desenvolvimento das capacidades conjuntas europeias (Samuel, 2025). Para Mejino-López e Wolff (2024), a falta de margem financeira e a

¹⁹ Este regulamento visa revogar o Regulamento (CE) n.º1466/97.

instabilidade política interna de vários Estados-Membros colocam em causa a fiabilidade dos compromissos de longo prazo em matéria de defesa. Perante esta incerteza, os autores apontam a emissão de dívida da União Europeia como uma possível via para financiar o desenvolvimento de capacidades estratégicas comuns.

O instrumento de dívida pública comum *NextGenerationEU* não tem precedentes na história da UE, mas, com a sua conclusão prevista para 2026 e o seu carácter aparentemente excecional, tem um futuro incerto. Segundo Varma (2024), o instrumento demonstrou que a dívida comum da UE pode ser emitida em grande escala em situações de crise, mas só foi aceite após forte resistência de alguns Estados-Membros orçamentalmente mais conservadores. Na sua análise ao *Clean Industrial Deal*, Cornillie et al. (2024), argumentam que, apesar da oposição de alguns países ao *NextGenerationEU* ou ao Programa de Recuperação e Resiliência (PRR), é necessário que o investimento na descarbonização continue, quer através de uma maior flexibilização das regras orçamentais, quer de um novo programa de dívida pública comum europeia. De igual forma, no seu relatório de competitividade, Draghi (2024a) propõe a emissão regular de dívida comum europeia para financiar investimentos estratégicos de longo prazo, reforçando simultaneamente a integração dos mercados de capitais, a competitividade e a segurança da UE. Contudo, a UE terá cada vez menos margem orçamental, porque terá de começar a reembolsar a dívida contraída através do *NextGenerationEU*, com encargos estimados em cerca de 30 mil milhões de euros por ano (Draghi, 2024a). Assim, mesmo instrumentos inovadores podem, a prazo, converter-se em restrições à própria capacidade de ação da União Europeia.

A autonomia estratégica depende também da capacidade financeira e monetária da União Europeia. Segundo Miró (2023), a União dos Mercados de Capitais (UMC, do inglês *Capital Markets Union*) constitui uma iniciativa central para promover a integração dos mercados de capitais e facilitar o financiamento da inovação industrial. No entanto, a concretização deste objetivo enfrenta desafios estruturais. Um estudo do Fundo Monetário Internacional (FMI) sobre a UMC refere que esta enfrenta obstáculos, uma vez que os mercados europeus continuam pequenos, altamente dependentes dos bancos e fragmentados entre os Estados-Membros, dificultando a criação de um verdadeiro mercado europeu integrado (Bhatia et al., 2019). Draghi (2024a), defende que uma UMC mais integrada é essencial para transformar a poupança europeia em investimento, mas que esse esforço terá

de ser complementado por financiamento público²⁰. A necessidade de acelerar as prioridades estratégicas²¹ na União Europeia colide com a escassez de recursos orçamentais públicos, tornando imperativa a atração de capital privado (Hallak, 2025). Segundo o autor, para contornar essa limitação, a UPI procura harmonizar as regras financeiras e diluir as fronteiras entre os sistemas nacionais, permitindo que as empresas acedam a fontes de financiamento mais amplas e reforcem a sua competitividade global.²²

A União Europeia tem procurado criar margem orçamental sem mutualizar totalmente a sua política orçamental. O plano *ReArm Europe/Readiness* 2030 inclui, por exemplo, o instrumento SAFE, através do qual a Comissão angaria até 150 mil milhões de euros nos mercados de capitais e concede empréstimos de longo prazo para investimento em defesa, enquanto os Estados-Membros beneficiam de uma maior flexibilidade ao abrigo do PEC (Clapp et al., 2025). No entanto, infere-se que este modelo, embora pragmático, mantém algumas limitações, pois o endividamento continua a ser gerido através de empréstimos, orçamentos nacionais e exceções às regras orçamentais.

A própria flexibilidade da regra orçamental está sujeita a restrições rigorosas. Segundo a Comissão Europeia (2025a), a flexibilidade das despesas de defesa no âmbito da cláusula de derrogação nacional está limitada a 1,5% do PIB, permitindo aumentar as despesas com a defesa sem comprometer a sustentabilidade orçamental a médio prazo. A UE tenta conciliar dois objetivos dificilmente compatíveis: pretende aumentar significativamente o investimento em defesa, mas, ao mesmo tempo, preservar a credibilidade das suas regras orçamentais. Além disso, o aumento do investimento em defesa é apenas temporariamente facilitado pela proposta europeia, sendo que, após quatro anos, os próprios Estados-Membros terão de encontrar espaço nos seus orçamentos para continuar a financiar esse aumento (Comissão Europeia, 2025a). Neste sentido, poderá haver um desfasamento temporal, uma vez que a autonomia estratégica exige investimentos

²⁰ De acordo com Angeloni e Pagano (2026), o sistema de financiamento europeu é fragmentado, apresentando mercados de capitais pouco profundos, segmentados a nível nacional, uma forte dependência do setor bancário e uma capacidade reduzida de converter poupanças em investimento produtivo, de risco e de longo prazo. Este fator enfraquece a capacidade da União Europeia de mobilizar capital privado para setores estratégicos à escala necessária.

²¹ Hallak (2025) refere a transição energética e digital, o investimento em defesa e a inovação.

²² De acordo com Kapp e Parisi (2026) a UPI visa superar a fragmentação financeira europeia ao convergir os objetivos da União dos Mercados de Capitais e da União Bancária. Em vez de se dispersar por iniciativas isoladas, a estratégia atua em duas frentes complementares: no lado da oferta de fundos, procura mobilizar a poupança privada através de instrumentos de poupança destinados à reforma e da capacitação financeira das famílias; no plano estrutural, aposta no desenvolvimento de canais de financiamento de risco e na consolidação da supervisão das infraestruturas de mercado à escala comunitária.

plurianuais previsíveis, mas os instrumentos para o seu financiamento são de caráter excecional, com duração limitada.

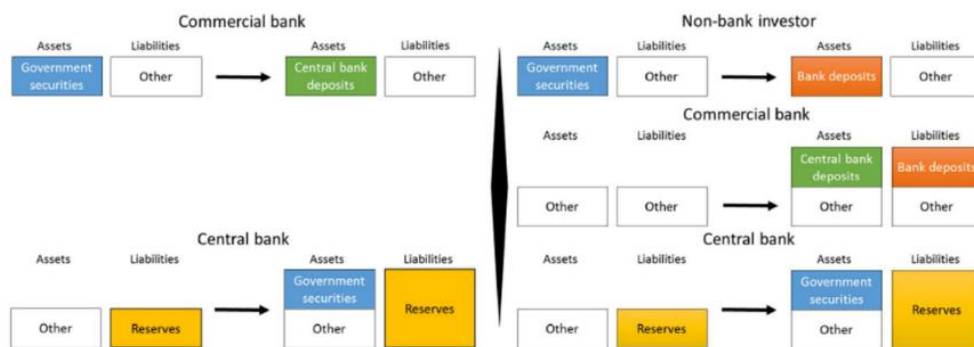
A capacidade de ação externa da UE é condicionada pelo caráter intergovernamental e dependente de consenso da sua política externa e de segurança. Como as decisões podem ser bloqueadas por um único Estado-Membro, a resposta coletiva tende a ser mais lenta e menos decisiva (Lippert et al., 2019). Para Helwig (2020), a UE pode reforçar as suas capacidades e instituições, mas não conseguirá alcançar uma autonomia estratégica sólida se os Estados-Membros não tiverem uma visão política e estratégica comum. Desta forma, as decisões orçamentais inserem-se num contexto institucional mais amplo, em que a soberania nacional, a unanimidade e as diferentes perceções de ameaça entre os Estados-Membros dificultam a definição de prioridades de despesa comuns (Koenig, 2021). Pode, assim, afirmar-se que os Estados-Membros só poderão aceitar instrumentos de financiamento comuns, como uma nova aplicação do *NextGenerationEU*, ou medidas como o *quantitative easing* direcionado, se chegarem a acordo sobre as ameaças, as prioridades e os benefícios da sua implementação. Miró (2023) refere que diferentes interpretações do conceito de autonomia estratégica também podem criar alguma resistência e argumenta que os Estados-membros e as diferentes direções-gerais da Comissão Europeia discordam quanto à orientação que deverá ser seguida. Adicionalmente, segundo Monastiriotis e Gamtkitsulashvili (2025), a autonomia estratégica pode ter um efeito desigual, concentrando investimento e oportunidades nas regiões mais avançadas e, agravando, assim, as desigualdades territoriais dentro da UE.

Embora os tratados da UE não definam explicitamente a autonomia estratégica como um objetivo independente, esta tornou-se um conceito político central no discurso e na ação externa da UE, adotada progressivamente pelas instituições europeias e pelos Estados-Membros (Beaucillon, 2023). Através de políticas nos domínios da indústria, da energia, e da defesa, a UE pretende reduzir as dependências externas e reforçar a sua capacidade de agir autonomamente. Estas matérias estão estreitamente ligadas à política económica da União Europeia, uma vez que envolvem a sua base económica, as cadeias de abastecimento e os recursos necessários para concretizar a autonomia estratégica (Damen, 2022). Nesse sentido, esta situação levanta uma questão crucial sobre o papel do Banco Central Europeu no apoio a estas iniciativas, em consonância com o seu objetivo monetário principal.

3. *Quantitative Easing*

A política monetária convencional é caracterizada pelo controlo da taxa de juro nominal de curto prazo (Bernanke et al., 2004). No entanto, para os autores, numa situação em que a taxa de juro nominal se aproxima de zero, a capacidade dos bancos centrais para reduzir adicionalmente as taxas de juro reais para níveis suficientemente baixos para estimular a atividade económica, fica restringida. Nesse sentido, perante o risco de uma inflação persistentemente baixa, o Banco Central Europeu implementou, em janeiro de 2015, um programa de compra de ativos, uma medida de política não convencional conhecida como *quantitative easing* (Andrade et al., 2016). Numa análise sobre alternativas de política monetária no limite inferior nulo, Bernanke et al. (2004) sustentam que o *quantitative easing* corresponde a uma medida de política monetária não convencional através da qual o banco central aumenta a dimensão do seu balanço, disponibilizando liquidez em quantidade superior à necessária para que a taxa de juro de curto prazo se mantenha em zero. No âmbito dos *Working Papers* do BCE, Andrade et al. (2016) descrevem como o *quantitative easing* foi introduzido perante a ameaça de uma trajetória inflacionista persistentemente abaixo dos objetivos. O *quantitative easing* na UE foi implementado através do Programa de Compra de Ativos (APP, do inglês *Asset Purchase Programme*), que engloba quatro vertentes: o terceiro programa de aquisição de obrigações hipotecárias (CBPP3, do inglês *Third Covered Bond Purchase Programme*), o programa de aquisição de instrumentos de dívida titularizada (ABSPP, do inglês *Asset-Backed Securities Purchase Programme*), o programa de aquisição de obrigações de dívida soberana (PSPP, do inglês *Public Sector Purchase Programme*) e o programa de aquisição de títulos de dívida de empresas (CSPP, do inglês *Corporate Sector Purchase Programme*) (Hammermann, et al., 2019).

Figura 2 – O impacto do *quantitative easing* nos balanços



Nota. Retirado de *Lessons from Quantitative Easing: Much ado about so little?*, por Gros, D., Alcidi, C., & De Groen, W. P. (2015). *Centre for European Policy Studies*, p. 7.

De acordo com Matikainen et al. (2017), através do *quantitative easing*, os bancos centrais expandem os seus balanços, onde o lado dos ativos fica composto por mais títulos e o lado dos passivos por reservas criadas para o sistema bancário, utilizadas pelos bancos comerciais em transações interbancárias (ver Figura 2). Além da expansão da dimensão do balanço dos bancos centrais, o *quantitative easing* é também relevante pela composição dos ativos, nomeadamente pelos ativos que o banco central decide comprar (Reis, 2016). Adrian et al. (2025) concluem, a partir de um enquadramento DSGE que incorpora segmentação nos mercados de ativos, que o QE pode ser particularmente eficaz quando a taxa de juro está limitada por uma armadilha de liquidez severa. Nessas condições, as compras do banco central favorecem a recuperação da atividade económica e elevam a inflação, ao mesmo tempo que podem contribuir para uma diminuição do endividamento público. De acordo com Krishnamurthy e Vissing-Jorgensen (2011) o *quantitative easing* reduz as taxas de juro a médio e longo prazo. De acordo com Matikainen, et al.:

Os programas de QE têm como objetivo reduzir os custos de financiamento, incentivar a concessão de crédito pelos bancos, estimular a despesa privada, alcançar uma taxa de inflação estável em torno de uma meta previamente anunciada e reanimar o crescimento económico (2017, p.8).ⁱⁱⁱ

De acordo com o ex-Presidente da Reserva Federal dos Estados Unidos da América (Fed) Ben Bernanke (2012), quando as taxas de juro atingiram níveis próximos de zero (*zero lower bound*), os bancos centrais viram limitada a sua capacidade de estimular a economia através de novas reduções das taxas de juro. Nesse contexto, nos EUA, as compras de ativos em grande escala (*quantitative easing*) foram adotadas no final de 2008 para apoiar as condições financeiras e a recuperação económica. Segundo Coppola (2019), o uso extensivo do QE pelos EUA permitiu ao país recuperar da crise mais rápido do que na Zona Euro.

3.1 Canais de Transmissão

De acordo com Bernanke, et al. (2004), o *quantitative easing* pode ser eficaz a partir de três canais de transmissão: o canal de reequilíbrio dos portefólios, o canal orçamental e o canal de sinalização.

Segundo Joyce et al. (2011a), o canal de reequilíbrio dos portefólios (ver Figura 3) assenta na substituição imperfeita entre ativos, através da qual variações na oferta relativa de um título afetam diretamente a sua rentabilidade esperada face aos restantes ativos. Nesse sentido, caso os investidores considerassem as obrigações de longo prazo, a moeda, as ações e as obrigações de empresas como substitutos perfeitos, o *quantitative easing* teria um efeito

muito reduzido. De acordo com Abiry et al. (2022b), a eficácia das compras de ativos pelo banco central depende do canal de reequilíbrio dos portfólios. Como os títulos não são substitutos perfeitos para o setor privado, os investidores privados não anulam totalmente as compras do banco central, permitindo que a intervenção altere os preços relativos de mercado. Quando os bancos centrais compram obrigações com maturidades de longo-prazo em grande escala, reduzem a oferta desses ativos, o que aumenta os seus preços e diminui as suas rentabilidades. Os vendedores ficam com uma quantidade de reservas bancárias maior do que a desejada e procuram reequilibrar os seus portfólios com ativos semelhantes aos que venderam, tendo em conta os seus níveis de risco e rentabilidade (Joyce et al., 2011b).

Bernanke et al. afirmam que:

O setor privado, no seu conjunto, não consegue alterar a composição dos seus portfólios, as tentativas de reequilibrar os portfólios tenderão a aumentar os preços e a reduzir as rentabilidades dos ativos não monetários, caso os ativos monetários e não monetários sejam substitutos imperfeitos (2004, p.19).^{iv}

Através do canal de reequilíbrio de portfólios, as aquisições realizadas no âmbito do *quantitative easing* modificam a composição dos ativos detidos pelo setor privado. Perante essa alteração, os investidores tendem a ajustar os seus portfólios, deslocando-se para ativos alternativos de maturidade mais longa (Joyce et al., 2011a). Ao mesmo tempo, o processo de reequilíbrio dos portfólios aumenta a procura por ativos semelhantes aos que foram vendidos aos bancos centrais. (Bernanke, 2012). Este processo reflete-se, assim, num aumento generalizado dos preços dos ativos e na queda das suas *yields*.

Esta política não convencional apresenta ainda outro canal de transmissão através do alívio da restrição orçamental dos diferentes governos pela redução das *yields*. A descida das *yields* através da implementação do *quantitative easing* reduz o custo do endividamento por parte dos governos (van Lerven, 2016a). Ao mesmo tempo, Bernanke et al. (2004) explicam, com base na análise de Auerbach e Obstfeld (2004, como citado em Bernanke et al., 2004), como o aumento da oferta de moeda alivia a restrição orçamental do governo, possibilitando a redução de impostos ou o aumento da despesa pública. No entanto, segundo os autores, para que este mecanismo de transmissão tenha sucesso, é necessário que os bancos centrais sejam credíveis e que sejam capazes de tolerar alguma inflação, e que as injeções monetárias não sejam revertidas no futuro.

Por último, Bernanke et al. referem também o canal de sinalização (ver Figura 3), em que “o *quantitative easing* pode complementar a gestão das expectativas ao fornecer ao público um sinal visível sobre as futuras orientações da política monetária do banco central”

(Bernanke et al., 2004, p. 21)^v. Quando os bancos centrais compram ativos de longo prazo no âmbito do *quantitative easing*, utilizam o canal de sinalização, demonstrando credibilidade e compromisso em manter as taxas de juro baixas por um período prolongado, o que produz um efeito significativo no mercado obrigacionista (Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2011). Os autores referem também como o canal de sinalização tem um efeito nas taxas de juro através da teoria das expectativas, em que as taxas de juro de longo prazo são aproximadamente a média das taxas de juro de curto prazo esperadas no futuro.

A evidência empírica apresentada por Andrade et al. (2016) indica que a eficácia do programa residiu na credibilidade do seu anúncio, e não apenas no fluxo efetivo das operações. Dado que os investidores entenderam o *quantitative easing* como um compromisso de manutenção de condições acomodáticas por um período prolongado, a reação nas cotações e nas projeções de taxas concentrou-se no momento da comunicação, não se verificando efeitos adicionais relevantes quando as compras foram postas em prática, assemelhando-se este canal ao *forward guidance*. Com efeito, quando os bancos centrais anunciam o *quantitative easing*, os mercados deduzem que os bancos centrais vão responder ao risco de inflação baixa mantendo as taxas de juro baixas por um período mais longo de tempo (Bernanke, 2012). Nesse sentido, as taxas de juro futuras de curto prazo baixam e o mesmo efeito ocorre no presente com as taxas de juro de médio e longo prazo. Assim, a expectativa de manutenção das taxas de juro a níveis baixos pode estimular o consumo e o investimento no presente e, em consequência, o produto (Bernanke, 2020).

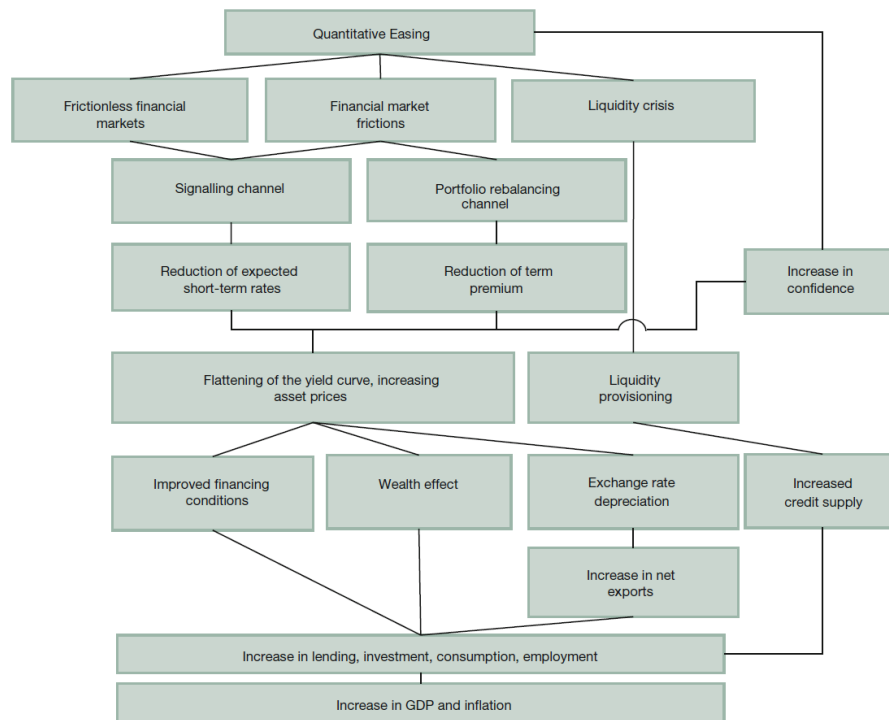
No entanto, Altavilla et al. (2015), num *Working Paper* do BCE sobre o programa de compra de ativos e os mercados financeiros, não atribuem ao canal de sinalização a totalidade da descida das *yields* de prazo alargado, sendo que os seus efeitos parecem concentrar-se mais nos segmentos curto e intermédio da curva, o que aponta para a intervenção de mecanismos adicionais na evolução das taxas de longo prazo. Numa análise desenvolvida para a *Positive Money*, van Lerven (2016a) critica este canal, afirmando que um outro conjunto de políticas poderia alcançar resultados semelhantes. Adair Turner (2015, como citado em van Lerven, 2016a) refere que os efeitos do canal de sinalização podem ser alcançados através do *forward guidance*. No entanto, o *quantitative easing* implica um maior comprometimento por parte dos bancos centrais e, dada a sua operacionalidade, é mais difícil de reverter, podendo ser mais credível do que uma comunicação por escrito, como é o caso do *forward guidance*. Tal como explicado por Bernanke et al.:

Se o público acreditar que o banco central hesitará em reverter grandes quantidades de *quantitative easing* muito rapidamente, talvez devido ao possível choque nos mercados monetários, esta política constitui uma forma de reforçar o compromisso do banco central em manter a taxa diretora em zero durante um período prolongado.

De uma forma mais especulativa, o *quantitative easing* pode funcionar através de um canal de sinalização se a sua implementação representar uma vontade generalizada do banco central para romper com as políticas cautelosas e convencionais do passado. (2004, p. 21)^{vi}

Para além disso, Joyce et al. (2011a) consideram que o canal de sinalização pode ser ambíguo, na medida em que o *quantitative easing* contribui para comunicar taxas de juro mais baixas no curto prazo, mas também uma maior inflação para o futuro, o que pode implicar *yields* mais altas. O *quantitative easing* pode ser assim mais eficiente se for combinado com um *forward guidance* explícito que evite interpretações erradas quanto à intenção dos bancos centrais (Andrade et al., 2016).

Figura 3 – Canais de Transmissão do Quantitative Easing



Nota. Retirado de Quantitative easing in the euro area: Transmission channels and risks, por Gern, K., Janssen, N., Kooths, S., & Wolters, M. (2015). *Intereconomics*, p. 208. Direitos de autor por Kiel Institute for the World Economy.

Van Lerven (2016b) identifica outras vias pelas quais o QE pode afetar a economia. A criação de reservas pode, em princípio, aliviar pressões financeiras sobre os bancos e favorecer a expansão do crédito (canal do crédito bancário); a valorização dos ativos

financeiros pode elevar o património dos seus proprietários e, assim, estimular o consumo (canal da riqueza); a redução das taxas de juro pode contribuir para a depreciação da moeda, tornando as exportações relativamente mais baratas (canal das exportações).

3.2 Medidas Adotadas no Contexto do *Quantitative Easing*

3.2.1 *Quantitative Easing* no Japão

O Japão foi o primeiro país industrializado a implementar o *quantitative easing* em resposta ao insucesso da política monetária convencional (Matousek et al., 2019). A década de 1990, no Japão, ficou marcada por uma recessão, deflação e estagnação, bem como por empresas altamente endividadas e pelos consequentes incumprimentos dos empréstimos (Haba et al., 2025). Nesse sentido, o Banco do Japão introduziu taxas de juro nulas entre 1999 e 2000. Contudo, esta política revelou-se insuficiente e, pela primeira vez, foi implementado o *quantitative easing*, em 2001, após o agravamento das condições económicas e o rebentamento da bolha das tecnologias de informação, tendo a política vigorado até 2006 (Bowman et al., 2011). Segundo estes últimos autores, o *quantitative easing* adotado pelo BoJ aumentou a liquidez, mas não conseguiu resolver os problemas principais de deflação e fraca procura.

Na sequência da crise financeira internacional, a resposta do BoJ evoluiu de medidas de liquidez de emergência para uma estratégia alargada de *quantitative easing* e de crédito (Berkmen, 2012). Enquanto as intervenções iniciais em 2009 priorizaram a estabilização do crédito através do financiamento a taxa fixa de compras pontuais de dívida pública e privada, o abrandamento económico verificado em 2010 levou à introdução do programa *Comprehensive Monetary Easing* (CME). Segundo a autora, esta política articulou o compromisso de manter as taxas de juro próximas de zero até à estabilização dos preços com a aquisição alargada de ativos, estendendo as compras para além dos títulos soberanos e incluindo instrumentos de risco privado, como obrigações empresariais, ETFs (*Exchange-Traded Fund*), REITs (*Real Estate Investment Trusts*) e papel comercial, com o intuito de diminuir os prémios de risco e dinamizar o mercado de capitais.

Em 2013, o Japão iniciou o programa *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* (QQE), que vigorou até 2024 e incluiu várias medidas adotadas ao longo dos anos, nomeadamente a compra de ativos, taxas de juro negativas, *Yield Curve Control* e *Inflation-Overshooting Commitment*²³ (Haba et al., 2025). Segundo os autores, o QQE teve um efeito

²³ Ver o Gráfico 2 em Kawamoto et al. (2021).

positivo no PIB japonês e no aumento da inflação. No entanto, de acordo com Shizume (2018), a política monetária não convencional não foi suficiente para gerar um impulso inflacionista significativo, tendo a oferta monetária permanecido relativamente estável desde a década de 1990.

3.2.2 *Quantitative Easing* nos Estados Unidos da América

Nos EUA, o *quantitative easing* procurou melhorar as condições de financiamento, reduzindo as taxas de juro a longo prazo e apoiando a atividade económica (Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2011). Em 2008, a Reserva Federal implementou pela primeira vez a política monetária não convencional (QE1), através da compra de ativos como títulos de dívida pública de longo prazo, dívida empresarial e títulos garantidos por hipotecas (MBS), após as taxas de juro de referência terem atingido o limite inferior nulo, inviabilizando novos estímulos através da via convencional (Gertler & Karadi, 2013). Durante a primeira aplicação do *quantitative easing*, as compras de ativos pelo banco central norte-americano concentraram-se, sobretudo, no mercado imobiliário, com a aquisição de 1,25 bilião de dólares em MBS. Em menor escala, a intervenção abrangeu também 300 mil milhões de dólares em dívida pública de longo prazo e 200 mil milhões de dólares em títulos de agências governamentais (Chen, 2024). A composição destas compras foi essencial para o sucesso da política não convencional. Ao adquirir MBS, a Fed procurou aliviar as condições de financiamento e facilitar o acesso ao crédito à habitação, o que impulsionou a recuperação do mercado secundário de crédito imobiliário e atraiu fluxos de capital privado para os fundos obrigacionistas (Fratzscher, 2014).

Dentro da mesma estratégia, em novembro de 2010, a Reserva Federal avançou com uma segunda implementação do *quantitative easing*, prevendo adquirir 600 mil milhões de dólares em títulos do Tesouro norte-americano com maturidades mais longas, até ao final do segundo trimestre de 2011. O programa implicava compras mensais de cerca de 75 mil milhões de dólares durante cerca de oito meses (Hamilton & Wu, 2011). Ao contrário do QE1, o QE2 induziu um reequilíbrio dos portefólios entre classes de ativos (Fratzscher, 2014). No entanto, segundo o autor, o QE2 da Reserva Federal levou os investidores a retirar dinheiro de ativos mais seguros, com *yields* mais baixas e a procurar investimentos mais arriscados, sobretudo em economias emergentes. Para Krishnamurthy e Vissing-Jorgensen (2011), a eficácia do *quantitative easing* não é uniforme, dependendo da composição dos ativos adquiridos pelo banco central. No programa QE1, ao adquirir MBS, a Reserva Federal atuou

diretamente sobre os prémios de risco do setor imobiliário, aliviando também os custos de financiamento das empresas privadas. Já no QE2, a intervenção concentrou-se exclusivamente em dívida pública, pelo que o alívio incidiu nas obrigações governamentais e de agências.

Em 2012, a Reserva Federal procurou acelerar a recuperação económica e conter o desemprego com o lançamento do QE3, que injetava mensalmente 85 mil milhões de dólares nos mercados, dos quais 45 mil milhões correspondiam a títulos do Tesouro de longo prazo e 40 mil milhões de MBS. Em 2020, perante as tensões de liquidez no mercado obrigacionista norte-americano provocadas pela pandemia de COVID-19, o banco central lançou o QE4, de maior escala, com compras mensais de 120 mil milhões de dólares, dos quais 80 mil milhões correspondiam a dívida de agências federais e 40 mil milhões a MBS (Chen, 2024).

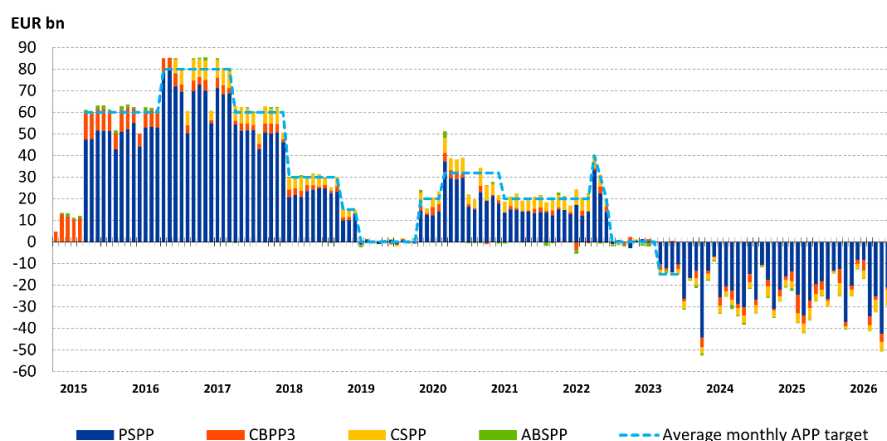
3.2.3 *Quantitative Easing* na União Europeia

O primeiro país da União Europeia a implementar o *quantitative easing* foi o Reino Unido, em 2009. Numa fase inicial, o Banco de Inglaterra decidiu adquirir 75 mil milhões de libras em ativos ao longo de três meses. Posteriormente, o programa foi progressivamente alargado, totalizando 200 mil milhões de libras em compras de ativos, sobretudo títulos de dívida pública, até janeiro de 2010 (Joyce et al., 2011b). De facto, após a crise financeira global, a taxa de juro tinha sido reduzida para um mínimo histórico, continuando a economia britânica em contração (Ryan-Collins et al., 2013). Operacionalmente, as compras eram efetuadas através da *Asset Purchase Facility* (APF), uma entidade criada pelo Banco de Inglaterra em conjunto com o Tesouro. O processo passava pela criação de reservas pelo banco central, que posteriormente as emprestava à APF para efetuar a compra de obrigações. Nesse sentido, o balanço do banco central registava apenas o empréstimo à APF e a subsidiária assumia o risco de mercado (van Lerven, 2016b). Até ao fim de 2019, o total de compras de obrigações do governo era de 435 mil milhões de libras e, no final de 2021, de 875 mil milhões de libras (Tucker, 2022).

Na Zona Euro, a compra de ativos surgiu em 2014 através do APP, que incluiu outros subprogramas de compras definitivas, como o CBPP3 e o ABSPP, e que foi posteriormente alargado, em 2015, através do PSPP, destinado à compra de títulos do setor público (ver Figura 4). O APP foi concebido como um programa aberto e dependente da evolução da inflação, com compras mensais de 60 mil milhões de euros por mês até setembro de 2016 (Andrade et al., 2016). Numa análise publicada no *Economic Bulletin* do BCE, Hammermann

et al. (2019) explicam que o efeito desejado passava por providenciar um estímulo monetário adicional quando as taxas de juro tendiam a aproximar-se de zero. O programa apoiava a transmissão da política monetária e apoiava a convergência da inflação para o objetivo de estabilidade de preços. Segundo Matikainen et al. (2017), em 2016, o BCE passou a adquirir títulos de dívida emitidos por empresas através do CSPP, medida que procurava reforçar o estímulo monetário na Zona Euro e aproximar a inflação do objetivo de 2%. Em abril de 2017, o valor do conjunto de obrigações empresariais detidas pelo BCE atingia cerca de 75 mil milhões de euros. As compras líquidas de ativos prosseguiram até dezembro de 2018, depois de o Conselho do BCE ter concluído que a inflação estava a evoluir de forma consistente com o seu objetivo de médio prazo (Hammermann et al., 2019).

Figura 4 – Compras líquidas de ativos por programa no âmbito do APP



Nota. Retirado de *Asset purchase programmes*, por Banco Central Europeu. (s.d.).
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

Para mitigar as perturbações financeiras desencadeadas pela pandemia, com impacto sobretudo na estabilidade de preços e nas perspetivas de inflação, o Eurosistema interveio no mercado de capitais através do Programa de Compras de Emergência Pandémica (PEPP, do inglês Pandemic Emergency Purchase Programme) entre 2020 e 2022 (Böninghausen et al., 2022). Esta iniciativa combinou a injeção de liquidez com a melhoria das condições de crédito, mobilizando perto de 1,7 bilião de euros em dívida pública e privada. Embora a fase de aquisições líquidas tenha chegado ao fim no início de 2022, o banco central manteve o suporte ao reinvestir o capital dos títulos vencidos, estratégia prevista até ao término de 2024.

Segundo Andrade et al. (2016), o APP tornou a política monetária da Zona Euro mais expansionista, porque influenciou as condições de financiamento e as expectativas dos agentes económicos através de três canais principais: canal de sinalização, em que os investidores passaram a esperar taxas de juro de curto prazo mais baixas no futuro e uma inflação mais elevada; o canal de reancoragem das expectativas de inflação, em que o APP ajudou a alterar as expectativas de inflação de longo prazo, aproximando-as do objetivo de estabilidade de preços do BCE; e o canal de valorização de ativos, em que os bancos que detinham ativos como as obrigações soberanas, viram os seus balanços aumentar, tendo, consequentemente, uma maior margem de capital.

3.3 Críticas ao *Quantitative Easing*

As aplicações desta política monetária não convencional não estão isentas de críticas. Embora o *quantitative easing* tenha como objetivo estimular o investimento produtivo e o emprego, existe o risco de a liquidez criada ficar concentrada nos mercados financeiros, aumentando os preços dos ativos e beneficiando sobretudo quem já os possui (Colciago et al., 2019; Ryan-Collins et al., 2013). Com efeito, o QE pode gerar excesso de procura de ativos financeiros, levando à sua sobrevalorização e aumentando o risco de especulação e de formação de bolhas financeiras (van Lerven, 2016a).

De acordo com Coppola (2019), grande parte da liquidez proveniente do *quantitative easing* foi direcionada pelos investidores de maiores rendimentos para a compra de obrigações soberanas e empresariais em mercados emergentes, motivada por taxas de juro mais atrativas do que as nacionais. Adicionalmente, a autora nota que o capital absorvido pelas empresas domésticas raramente foi aplicado em investimento produtivo.²⁴ Desta forma, segundo a autora, o *quantitative easing* pode inflacionar mais os ativos financeiros do que aumentar o produto e agravar a desigualdade, com efeitos limitados na economia real.

O *quantitative easing* estimula a procura de ativos financeiros, elevando os seus preços, nomeadamente o das ações, mas também o de bens físicos, como os imobiliários, o que beneficia quem já detém estes ativos (Ryan-Collins et al., 2013). Ao mesmo tempo, a manutenção prolongada de taxas de juro em níveis reduzidos penaliza diretamente os aforradores que mantêm depósitos ou ativos líquidos de curto prazo, ao impor-lhes uma

²⁴ Em vez de expandirem a capacidade produtiva ou contratarem pessoal, muitas empresas optaram pela recompra de ações próprias, enquanto que os investidores mais ricos contribuíram para a formação de bolhas imobiliárias nas zonas centrais de grandes cidades (Coppola, 2019).

perda líquida de rendimentos financeiros. Em simultâneo, os trabalhadores saem também prejudicados sempre que a subida dos preços não é acompanhada pelo ajuste dos salários nominais (Colciago et al., 2019; Ryan-Collins et al., 2013). Nesta mesma perspetiva, Fontan et al. (2016) demonstram que os programas convencionais de compra de títulos operam uma redistribuição regressiva da riqueza, ao canalizarem a valorização de ativos sobretudo para os detentores de capital financeiro, precisamente o fator de produção com menor sujeição fiscal. Ao mesmo tempo, os autores contestam a narrativa de que tais assimetrias seriam apenas contingências passageiras, sendo que, face à tendência de estagnação económica, a expansão dos balanços dos bancos centrais tornou-se duradoura, perpetuando e agravando as distorções sociais geradas por esta via.

Segundo Ryan-Collins et al. (2013), num contexto de expectativas económicas frágeis, os fundos adicionais disponibilizados pelo *quantitative easing* podem não ser usados para financiar atividade produtiva. Investidores, empresas e famílias com maior património podem optar por conservar esses recursos, adiando decisões de investimento ligadas à economia real. Segundo os autores, o crescimento do PIB nominal está mais associado à concessão de crédito bancário para fins produtivos do que à mera redução das taxas de juro. Por isso, taxas mais baixas podem melhorar o custo do financiamento, mas não garantem, isoladamente, um aumento da produção ou da atividade económica.

Fontan et al. (2016) sustentam que a dependência exclusiva da intermediação bancária constitui o principal entrave à transmissão eficaz da liquidez à economia real. Para ultrapassar este bloqueio e mitigar a concentração de riqueza nos mercados financeiros, os autores argumentam que a injeção direta de liquidez na economia real e em investimentos públicos estratégicos proporciona um estímulo macroeconómico mais previsível e mais igualitário do que o mecanismo convencional de compra de títulos no setor bancário.

Os programas de compra de ativos não produzem efeitos uniformes nos mercados. Ao concentrarem as aquisições em determinados instrumentos financeiros, os bancos centrais podem influenciar de forma desigual os preços dos ativos e as condições de financiamento, dado que os investidores nem sempre dispõem de alternativas plenamente equivalentes para reequilibrarem os seus portefólios. Assim, uma estratégia concebida para acompanhar a configuração existente do mercado pode acabar por consolidar os padrões de afetação de capital já predominantes e os desequilíbrios que lhes estão associados (Matikainen et al., 2017). Em consonância com a crítica à suposta neutralidade, Fontan et al. (2016), contestam o argumento de que a política monetária seria incapaz de atuar sobre as

desigualdades por falta de instrumentos direcionáveis. Os autores sustentam que as compras de ativos no pós-crise já demonstraram capacidade de intervenção direcionada ao apoiarem o mercado habitacional, além de recordarem que a concessão orientada de crédito tem precedentes históricos.

Adrian et al. (2025) argumentam que a eficácia do *quantitative easing* é condicionada pela intensidade da contração económica. Enquanto recessões profundas oferecem margem para absorver estímulos monetários prolongados, recessões moderadas deixam a economia vulnerável a choques inflacionistas rápidos. Caso a economia recupere antes do previsto, a subida antecipada das taxas de juro de curto prazo para conter a inflação expõe o banco central ao risco de duração e a perdas na sua carteira de ativos.

4. Da não Neutralidade ao *Quantitative Easing* Direcionado

Reconhecendo a relevância das críticas anteriormente apresentadas, é de notar, no entanto, que o *quantitative easing* contribuiu para reduzir os prémios de prazo das obrigações soberanas e aliviou as condições de financiamento, com efeitos positivos estimados sobre o crescimento e a inflação na Zona Euro (Workstream 2: Monetary Policy Tools, Strategy and Communication [Workstream 2], 2025). Contudo, o princípio da neutralidade de mercado, do qual a execução do *quantitative easing* está dependente, tem vindo a ser criticado por reproduzir estruturas económicas existentes (Matikainen et al., 2017). Esta política monetária não convencional pode, ainda assim, ser melhorada através da sua direcionalidade e, simultaneamente, ser uma resposta a desafios estratégicos (Ryan-Collins et al., 2013).

Em resposta à crise financeira, Bernanke (2009) traça uma distinção conceptual entre o modelo tradicional de *quantitative easing* e a estratégia adotada pela Reserva Federal, o *credit easing*. Enquanto o QE prioriza a acumulação de reservas bancárias no passivo do banco central, a intervenção norte-americana orienta-se para a gestão direta do portefólio de ativos, visando aliviar as restrições de liquidez que afetam diretamente o setor privado. Por conseguinte, a magnitude do estímulo macroeconómico não decorre apenas da expansão do balanço, mas sim do tipo de instrumentos utilizados. Dado que a aquisição de dívida e apoio direto ao crédito bancário produzem repercussões assimétricas nas taxas de juro e nos custos de financiamento da economia real, a força da política monetária depende essencialmente da alocação estratégica dos recursos mobilizados pelo banco central. De facto, segundo Shizume (2018), para conter os custos de financiamento no setor privado através da diminuição dos respetivos prémios de risco, o Banco do Japão integrou mecanismos de *credit easing* no seu programa QQE. Essa intervenção traduziu-se no alargamento da atuação do banco central a instrumentos com maior perfil de risco, passando a adquirir títulos de dívida comercial, REITs e ETFs, ou então a aceitá-los como colateral em operações de liquidez. A separação rígida entre política monetária e orçamental torna-se questionável quando se examinam os efeitos práticos das intervenções dos bancos centrais (Ryan-Collins et al., 2013). Ao analisar as discussões sobre o apoio às PME no Reino Unido, Ryan-Collins et al. destacam a posição de Charles Goodhart: mesmo os programas convencionais de compra de dívida pública afetam os preços dos ativos e acarretam riscos financeiros. Desse modo, medidas direcionadas de alocação de liquidez, como o *credit easing*, partilham a mesma lógica redistributiva e não representam uma rutura categórica com o modelo padrão do *quantitative*

easing. Desta forma, o *credit easing* pode estar na génese de políticas que se aproximam de algumas das variações do *quantitative easing*, como o *Strategic QE*, o *People's QE* e o *Green QE*, que nunca foram verdadeiramente implementadas, visto que introduzem a ideia de que a política monetária pode atuar não só sobre a quantidade de liquidez, mas também sobre a sua alocação setorial e o tipo de ativos comprados.

Na União Europeia, as Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionadas (TLTROs, do inglês *Targeted longer-term refinancing operations*), apesar de não serem uma forma de *quantitative easing*, aumentam a liquidez no sistema financeiro, expandem o balanço do banco central e atuam como uma medida expansionista quando as taxas de juro estão próximas de zero, operando de uma forma direcionada (Work stream on monetary-fiscal policy interactions [WSMFPI], 2021). De acordo com o BCE (2021b), as TLTROs funcionam como um instrumento para dinamizar o canal do crédito bancário. Ao condicionar o acesso dos bancos à liquidez de longo prazo a custos mais vantajosos ao volume de financiamento que estes efetivamente concedem à atividade produtiva e ao consumo, o banco central assegura a chegada da política monetária à economia real. Este mecanismo torna-se especialmente relevante em conjunturas de incerteza, nas quais o sistema financeiro tenderia a adotar uma postura mais restritiva na concessão de novos empréstimos ao setor privado. No entanto, as TLTROs apoiam principalmente as Pequenas e Médias Empresas (PME) e pessoas que estão mais dependentes de crédito (Holm-Hadulla et al., 2021), pelo que a política poderá ser insuficiente, tendo em conta as circunstâncias socioeconómicas da atualidade e as ambições de autonomia estratégica da UE.

Para os objetivos desta dissertação, interessa analisar as propostas de QE direcionado desenvolvidas até à data, e que, segundo van Lerven (2015), assentam no financiamento monetário direcionado para a economia real. Este mecanismo resolve o conflito entre estimular a economia e impedir o endividamento excessivo. Ao transferir recursos diretamente para a economia real, a política neutraliza a contração do consumo decorrente do pagamento de dívidas antigas, gerando rendimento adicional que melhora os rácios de dívida/rendimento do setor privado.

4.1 *Quantitative Easing Verde*

As alterações climáticas podem comprometer a estabilidade financeira, uma vez que destroem capital e reduzem a rentabilidade e a liquidez das empresas, aumentando o seu risco de incumprimento (Dafermos et al., 2018b). Os efeitos das alterações climáticas podem levar

os investidores a perder a confiança nas empresas e, por consequência, a reduzir a sua exposição ao risco através da venda ou da cessação de compras de obrigações empresariais. Esta menor procura encarece o financiamento das empresas e contrai o investimento na economia. Nesse contexto, Dafermos et al. (2018b) argumentam que um programa de *quantitative easing* verde pode contribuir para limitar o aquecimento global e mitigar a instabilidade financeira que lhe está associada. Sob uma perspectiva temporal alargada de salvaguarda do sistema financeiro, os bancos centrais dispõem de legitimidade para adquirir obrigações verdes ao abrigo dos seus mandatos atuais. Como a degradação ambiental gera vulnerabilidades para a solvência do setor bancário, a introdução deste mecanismo atua como uma medida para mitigar os riscos financeiros decorrentes das alterações climáticas (Dafermos et al., 2018a).

Segundo Abiry et al. (2022a), o *quantitative easing* verde consiste numa alteração da composição do balanço dos bancos centrais para obrigações emitidas para projetos ou empresas verdes. Já Ferrari e Nispi Landi (2023) definem-no como “um programa de obrigações verdes pelo banco central, financiado através de reservas adicionais” (2023, p.288)^{vii}. O *Green QE* poderá ser entendido como uma forma de *quantitative easing* direcionado para a transição energética e o desenvolvimento sustentável, visando mitigar os riscos financeiros associados ao aquecimento global (Matikainen et al., 2017). Este instrumento reduz o custo de financiamento do investimento sustentável através da valorização das obrigações verdes, e da consequente diminuição das suas *yields*, tornando-o relativamente mais atrativo do que os investimentos “castanhos”²⁵ (Aloui et al., 2023). Ao incentivar as energias renováveis e a eficiência energética, o instrumento combate o aquecimento global e estimula a atividade económica e o emprego no setor sustentável (Dafermos et al., 2018a). A sua aplicação poderia ser feita através da aquisição de obrigações do Banco Europeu de Investimento, com novas reservas do banco central, cabendo depois ao BEI conceder empréstimos a empresas e projetos em infraestruturas sustentáveis (van Lerven, 2016a). Com efeito, de acordo com Macfarlane e Mazzucato (2018), os bancos de investimento públicos podem ir para além das suas funções de desenvolvimento de capital e de concessão de crédito contracíclico, disponibilizando financiamento de capital de risco e financiamento orientado para missões. Ao direcionarem o investimento para a resposta a desafios sociais e ambientais, estas entidades podem assumir riscos e financiar projetos estratégicos que o setor privado

²⁵ Entende-se por investimentos “castanhos” o investimento em setores de elevada intensidade carbónica e com um impacto ambiental negativo.

evita, contribuindo não só para corrigir falhas de mercado, mas também para criar e desenvolver novos mercados. Os autores argumentam ainda que a articulação entre os bancos de investimento e as políticas governamentais poderá aumentar a eficácia das políticas públicas, desde que os mecanismos de governação assegurem a independência das decisões de longo prazo face a pressões político-partidárias ou à influência de grupos de interesse.

O *quantitative easing* verde pode também funcionar como um sinal ao mercado da prioridade futura atribuída pelos bancos centrais ao financiamento sustentável (Schoenmaker, 2021). No entanto, segundo Abiry et al. (2022b), a medida pode gerar um efeito parcial de *crowding out*, em que ainda assim, como as aquisições do banco central superam o investimento privado preterido, o investimento agregado em setores sustentáveis continua a crescer.

Para Murphy e Hines (2010), o *Green QE* constitui um mecanismo central para viabilizar o *Green New Deal*, permitindo ao Estado liderar a transição ecológica através de duas frentes operacionais complementares: a execução pública direta de novas infraestruturas sustentáveis e a promoção do investimento privado, absorvendo riscos financeiros que o mercado rejeita. Esta partilha de risco desdobra-se a nível nacional, mediante a criação de um Banco Nacional de Investimento, e municipal, dotando as autarquias de fundos próprios para viabilizar consórcios verdes locais.

Schoenmaker (2021) propõe a adoção de uma abordagem de *tilting* (inclinação), reorientando o portefólio do banco central e os colaterais aceites a favor de entidades com menor intensidade carbónica. Ao sobreponderar títulos com baixas emissões, o banco central eleva o seu preço e reduz a rentabilidade exigida, diminuindo o custo de capital destas empresas face às mais poluentes. Em resposta aos riscos que a transição ecológica coloca à estabilidade financeira e de preços, o BCE reformulou o seu quadro estratégico em meados de 2021. Esta iniciativa combinou o reforço analítico interno com critérios de sustentabilidade nas operações de mercado, aplicando critérios climáticos às compras de dívida e aos ativos aceites como colateral (BCE, 2021a). Para descarbonizar a sua carteira de títulos empresariais no âmbito do CSPP e do PEPP, o BCE introduziu, em 2022, um mecanismo de seleção que favorece empresas com melhor desempenho ecológico, tornando explícita a sua inclinação (*tilt*) avaliando em conjunto o registo histórico de emissões, os planos futuros de transição energética e a qualidade dos relatórios de sustentabilidade apresentados (BCE, 2022). Infere-se, assim, que o BCE passa a operar com uma menor neutralidade de mercado, gerindo os riscos, cumprindo o mandato, enquanto o volume total

de compras permanece fixado por objetivos de política monetária. Além disso, a adaptação dos ativos e dos colaterais do Eurosistema justifica-se não apenas por objetivos ambientais, mas também porque os riscos climáticos constituem riscos financeiros que podem afetar o BCE e a eficácia da sua política monetária (Lane, 2026a). Segundo o autor, o investimento em energias renováveis permite à Zona Euro reduzir a dependência energética do exterior e ficar mais protegida contra crises e aumentos dos preços dos combustíveis fósseis.

Segundo o BCE (2025), o mecanismo de *tilting* aplicado aos reinvestimentos em obrigações, entretanto descontinuados em 2024, explica aproximadamente um quarto do total da redução de emissões desde 2021. Apesar de não estar a aplicar o *quantitative easing*, o BCE continua empenhado no combate às alterações climáticas, apoiando o Acordo de Paris e as metas de neutralidade climática da UE.²⁶

4.2 *People's Quantitative Easing*

Murphy e Hines (2010) propõem uma mudança estrutural na aplicação do *quantitative easing*, devendo este ser utilizado de uma forma direcionada, através da injeção de recursos pelo Estado na economia real. O banco central deixa de atuar apenas através dos instrumentos tradicionais de política monetária e passa a apoiar diretamente o financiamento da economia e da despesa pública (Buiter, 2014; van Lerven, 2016a).

Embora o termo *People's QE* domine o debate político, a sua operacionalização na literatura económica assume diferentes formas. Teoricamente, tem as suas raízes no conceito de *Helicopter Money* de Friedman (1969), tendo sido formalizado nos modelos macroeconómicos contemporâneos como *Money-Financed Fiscal Stimulus*. Do ponto de vista institucional, esta política enquadra-se na definição de financiamento monetário, uma prática regulada pelos Tratados da UE.

De acordo com van Lerven (2016a), uma forma de transmissão passaria pela instrução da parte do governo ao banco central para criar moeda com o intuito de financiar projetos de infraestruturas públicas. Buiter (2014) corrobora este mecanismo operacional através da consolidação orçamental entre o Tesouro e o banco central, demonstrando que a emissão permanente de moeda pode financiar diretamente despesa pública corrente ou de capital sem exigir a emissão adicional de dívida pública junto do setor privado. Do ponto de vista institucional, Galí (2020) ressalva que a autonomia do banco central se mantém, desde

²⁶ Ver Banco Central Europeu (2026).

que a decisão de financiamento monetário decorra da sua própria iniciativa, em vez de uma imposição externa do governo. Segundo van Lerven (2016a), de forma a contornar restrições legais que impedem os bancos centrais de financiar diretamente os governos, nomeadamente o artigo 123.º do TFUE, recorre-se a bancos comerciais como intermediários na aquisição das obrigações que são posteriormente vendidas ao banco central.

De acordo com Coppola (2019) existem duas formas distintas de ver o *quantitative easing* para as pessoas: uma vertente em que o dinheiro seria diretamente canalizado para as pessoas, de forma a incentivar o consumo, e outra baseada no investimento de longo prazo. Esta distinção coincide com a análise de Galí (2020) e Buiter (2014), segundo a qual a emissão monetária permanente pode financiar transferências diretas às famílias, cortes de impostos ou aumentos da despesa pública. Segundo Galí (2020), no caso das transferências e do alívio fiscal, a injeção de liquidez estimula o consumo privado ao desencadear um efeito de riqueza e ao reduzir as taxas de juro reais, enquanto nas compras públicas se gera um multiplicador do produto ainda mais expressivo sobre a procura agregada.

Coppola argumenta que o *People's QE* também poderia ser utilizado para financiar investimento público que promova alterações estruturais na economia. Este financiamento ocorreria por via direta aos governos ou através de Bancos Nacionais de Investimento. A autora acrescenta que os bancos centrais poderiam apoiar diretamente o setor privado, através de compras de obrigações empresariais e de ações, e apoiar as PME²⁷. Como alternativa para financiar o investimento público, Coppola (2019) sugere que o banco central conceda empréstimos de longo prazo ao Estado, com a respetiva remuneração a situar-se entre os juros de mercado da dívida soberana e a taxa diretora do banco central, podendo ser nula caso o banco central pertença integralmente ao setor público. Para evitar que a acumulação destes empréstimos no balanço limite a intervenção futura no controlo da inflação, a autora propõe a titularização dos créditos através da emissão de obrigações próprias, o que permite drenar reservas bancárias do sistema e neutralizar a expansão de oferta monetária. Alternativamente, Coppola (2019) sugere a emissão de obrigações públicas especificamente para projetos de investimento, que seriam adquiridas e geridas pelo banco central à semelhança dos restantes ativos de um programa de QE. Nos países com impedimentos legais ao financiamento direto do Estado, a autora propõe a canalização de

²⁷ Coppola (2019) sublinha a contradição entre a relevância económica das PME e o seu isolamento face aos instrumentos convencionais de intervenção dos bancos centrais. Para ultrapassar esse obstáculo e direcionar liquidez para o tecido empresarial de menor dimensão, a autora propõe a titularização agregada de empréstimos, permitindo ao banco central intervir diretamente mediante a compra desses ativos.

fundos através de Bancos Nacionais de Desenvolvimento, entidades que emitiriam dívida no mercado a ser posteriormente absorvida pelo banco central. Contudo, a autora adverte que a acumulação excessiva destes títulos no balanço pode comprometer o controlo da inflação, sobretudo se houver pressões políticas para manter as respetivas rentabilidades artificialmente reduzidas.

Ao examinar os limites da política macroeconómica convencional, Galí (2020) sustenta que um estímulo orçamental financiado por moeda constitui uma ferramenta preponderante na estabilização contra choques recessivos. O argumento reside na quebra da equivalência ricardiana: ao contrário das emissões de dívida soberana, que forçam as famílias a antecipar uma maior carga tributária futura, a criação de moeda eleva a riqueza líquida percebida pelo setor privado através do aumento permanente da senhoriagem, desde que a rigidez de preços impeça um ajustamento inflacionista imediato. Consequentemente, o banco central consegue reativar a procura agregada sem sobrecarregar as contas públicas, gerando uma trajetória decrescente no endividamento relativo através do crescimento do produto. Esta dinâmica é especialmente relevante quando as taxas de juro nominais atingem o limite inferior nulo, contexto em que a injeção de moeda atua como uma garantia implícita da manutenção prolongada das condições financeiras mais favoráveis, atenuando a desaceleração económica com custos inflacionistas contidos. Segundo o enquadramento teórico de Cúrdia e Woodford (2011), as decisões sobre a dimensão do balanço e a definição da taxa de juro diretora tornam-se instrumentos operacionais independentes. Ao ajustarem os juros pagos sobre as reservas bancárias, os bancos centrais conseguem manter o controlo da inflação mesmo quando executam programas substanciais de crédito ou de compra de ativos.

Segundo van Lerven (2015), quando o setor privado se encontra em processo de desalavancagem, políticas de financiamento monetário poderiam contribuir para um aumento da procura agregada, sem pressionar o setor privado a um novo endividamento. Esta perspetiva é reforçada por Buiter (2014) que sustenta que o financiamento monetário surge como uma via preferencial de estímulo económico quando os Estados operam sem margem orçamental, situação em que o recurso a novos empréstimos num cenário de endividamento crítico e rigidez política amplificaria a perceção de risco sobre a dívida pública.

4.3 *Quantitative Easing* Estratégico

No âmbito do *quantitative easing* direcionado, Ryan-Collins et al. (2013) propõem um *quantitative easing* estratégico que financie diretamente o investimento na economia. Ou, nas palavras de van Lerven “O QE estratégico visa reforçar o impacto positivo do QE na economia real, de modo a que o crédito seja direcionado de forma mais estratégica para empresas fora do setor financeiro e para projetos de infraestruturas” (2016a, p.20).^{viii}.

Para Ryan-Collins et al. (2013), o *quantitative easing* estratégico consistiria na aquisição de obrigações recém-emitidas por intermediários vocacionados para o financiamento de investimento produtivo. A seleção desses intermediários deveria privilegiar setores onde coexistam procura não satisfeita e capacidade produtiva disponível, uma vez que tais condições podem indicar falhas de mercado e justificar, em princípio, a compatibilidade de apoios públicos com as normas europeias relativas a auxílios estatais, embora essa avaliação requeira análise jurídica específica. Ao financiar a criação de ativos produtivos, a proposta procuraria aumentar a produção e limitar as pressões inflacionistas, em vez de concentrar os efeitos da criação monetária na valorização de ativos já existentes. Deste modo, os autores defendem uma orientação do QE mais direcionada para o investimento na economia real. Para Ryan-Collins et al. (2013), o QE estratégico pode operar através de duas frentes complementares: a reestruturação financeira da banca comercial mais vulnerável mediante a aquisição de ativos líquidos, ou contornar o sistema bancário tradicional, direcionando liquidez diretamente para entidades públicas ou sociais vocacionadas para a atividade produtiva.

Ao analisarem o crédito nas economias avançadas, Bezemer et al. (2021) argumentam que a desregulamentação bancária alterou profundamente o papel macroeconómico do setor financeiro. Quando a banca privilegia o financiamento hipotecário e a aquisição de ativos preexistentes, sobretudo financeiros, em detrimento do setor não financeiro, os fluxos de capital alimentam bolhas patrimoniais sem expandir a base produtiva da economia. Como consequência, os ganhos concentram-se nos detentores de capital, agravando as disparidades socioeconómicas e deixando o sistema mais exposto a crises financeiras prolongadas. Cúrdia e Woodford (2011) mostram que as políticas de crédito e a aquisição de ativos pelo banco central deixam de ser neutras quando o setor bancário opera sob ineficiências de intermediação. Sob estas restrições, a atuação pública no direcionamento de crédito reduz as margens de risco no mercado financeiro e evita desperdícios operacionais dos bancos privados, gerando impactos reais positivos sobre a economia.

Partindo de Ryan-Collins et al. (2013), o *quantitative easing* direcionado dá ao banco central um papel mais ativo na escolha dos setores beneficiados pelo financiamento, levantando questões sobre os limites da sua atuação e sobre quem deve decidir as prioridades económicas. De facto, para os autores, a crise financeira e o recurso a políticas monetárias não convencionais fizeram com que a política monetária e a política orçamental passassem a estar mais interligadas, tornando mais difícil delimitar as fronteiras entre ambas. Para implementar o *quantitative easing* estratégico no Reino Unido sem comprometer a estabilidade de preços, os autores defendem uma separação institucional de poderes. Sob este modelo bicameral, o banco central, através do *Monetary Policy Committee* (MPC), retém a sua independência tradicional para ditar a dimensão global e o horizonte temporal da liquidez criada, garantindo a estabilização da inflação. Em contrapartida, a responsabilidade de direcionamento desses recursos para setores com capacidade não utilizada é transferida para um novo organismo politicamente responsável, o *Monetary Allocation Committee* (MAC). Para blindar o processo contra interferências político-partidárias, a distribuição dos fundos não incide sobre empresas específicas, operando antes através de instituições financeiras intermediárias.

Segundo Ryan-Collins et al. (2013), para o QE ter um impacto direto na economia, o banco central deve comprar obrigações recém-emitidas, canalizando o dinheiro diretamente para a entidade emissora, e não títulos já negociados no mercado secundário. Com efeito, o QE convencional depende mais indiretamente do comportamento dos investidores, enquanto o QE estratégico permite ao banco central ter uma influência mais direta sobre o investimento e a criação de emprego. Segundo os autores, o *Strategic QE* pode fornecer capital paciente para financiar projetos de longo prazo e incertos, ajudando a executar investimentos que o setor privado evitaria e podendo, posteriormente, atrair capital privado para a economia²⁸. Ao assumir parte do risco e demonstrar a viabilidade do projeto, esse investimento inicial reduz a incerteza percebida e gera confiança para mobilizar capital privado adicional (Macfarlane & Mazzucato, 2018). No âmbito da autonomia estratégica, infere-se que o *quantitative easing* direcionado poderia permitir melhores condições de financiamento para os diferentes setores, possivelmente contribuindo para o fortalecimento da resiliência europeia.

²⁸ É de salientar que segundo Abiry et al. (2022b) o *quantitative easing* verde poderá levar a um *crowding out* parcial.

Ao desenharem o modelo de aquisição de títulos pelo banco central, Ryan-Collins et al. (2013) identificam uma escolha estratégica entre liquidez e impacto social. Se o banco central optar por emitir dívida em condições normais de mercado, preserva a capacidade de desinvestimento futuro e estimula os mercados de capitais. Por outro lado, caso decida subsidiar os juros e reter os títulos a longo prazo, o banco central consegue viabilizar infraestruturas e investimentos cruciais que o capital privado habitualmente negligencia devido à sua baixa rentabilidade financeira. Nesse sentido, o *quantitative easing* direcionado poderia incentivar o Estado ou as empresas a alocarem fundos a projetos estruturais em vez de despesa corrente, garantindo que o capital injetado na economia aumentará a produtividade marginal do setor privado. Segundo Pfeiffer et al. (2023), o investimento público não se limita a estimular a procura agregada no curto prazo, podendo também reforçar a produtividade a médio e longo prazo. Quando esse investimento aumenta de forma produtiva o *stock* de capital público, os seus efeitos podem traduzir-se em multiplicadores mais elevados e num aumento do produto potencial.

4.4 Os Bancos Centrais e o Desenvolvimento Nacional

Ao defenderem uma abordagem estratégica para a política monetária, Ryan-Collins et al. (2013) recorrem à experiência neozelandesa pós-crise de 1929 como demonstração prática de que a emissão de moeda pode financiar diretamente a recuperação económica. Naquele período, a atuação do banco central foi subordinada aos objetivos orçamentais do Estado, direcionando recursos para áreas com elevado impacto social e económico, com destaque para a construção de habitação e no apoio aos rendimentos agrícolas. Segundo os autores, esse alinhamento entre a expansão monetária e investimento público permitiu ao país recuperar da Grande Depressão mais rapidamente do que outras economias desenvolvidas.

Também durante a Grande Depressão, o Japão, sob a liderança do ministro das Finanças Takahashi Korekiyo constitui, entre 1931 e 1936, um paralelo histórico do apoio do banco central ao investimento público, antecipando uma recuperação económica mais rápida do que a das restantes economias avançadas. Conforme detalha Shizume (2018), a rutura com a paridade do ouro permitiu ao executivo de Takahashi direcionar fundos para o investimento estatal, recorrendo ao banco central como subscritor primário de dívida pública, que era posteriormente absorvida pelo sistema financeiro. Tal como no caso neozelandês, o Japão recuperou da Grande Depressão mais rapidamente do que outros

países. Estes dois casos ilustram algo que pode ser visto como os primórdios do *quantitative easing* direcionado, ao utilizarem o balanço do banco central para sustentar despesa pública.

A experiência norte-americana durante a Segunda Guerra Mundial demonstra que o controlo da curva de rendimentos pode funcionar como uma intervenção direta relativamente limitada do banco central. Ao fixar limites máximos para as taxas de curto e longo prazo (0,375% e 2,5%, respetivamente), a Reserva Federal convenceu os investidores privados a financiar a maior parte do esforço de guerra do Tesouro, precisando de absorver apenas cerca de um décimo da dívida emitida entre 1942 e 1945 (Humpage, 2016). Segundo Rose (2021), a manutenção das taxas de juro nos limites pretendidos era assegurada por compras pontuais da Reserva Federal no mercado secundário, operações que envolviam a revenda quase imediata de títulos pelos bancos, logo após a aquisição ao Tesouro. No contexto da autonomia estratégica da UE, o compromisso do banco central pode ser mais determinante do que o montante efetivamente adquirido, ao estabilizar o preço da dívida pública e reduzir o prémio de risco exigido pelo mercado para financiar investimentos de longo prazo. No entanto, segundo Humpage (2016), é de salientar que o programa de controlo das *yields* retirou a independência da Fed e gerou fortes pressões inflacionistas no pós-guerra, tendo sido difícil de reverter.

Para ilustrar a viabilidade do financiamento produtivo através do banco central, Ryan-Collins et al. (2013) destacam também a experiência canadiana do pós-guerra com o Banco de Desenvolvimento Industrial. Segundo os autores, o banco central subscreveu integralmente a dívida da instituição de fomento com recurso à criação de moeda, viabilizando empréstimos a PME, sem constranger o orçamento público.

Bezemer et al. (2021) destacam que, no pós-Segunda Guerra Mundial, várias economias avançadas recorreram a políticas ativas de afetação e controlo do crédito para, simultaneamente, conter a inflação e direcionar recursos financeiros para a produção estratégica. Para o conseguir, os bancos centrais de países como o Reino Unido, a Alemanha e a França utilizaram instrumentos que iam desde condições preferenciais na janela de redesconto para indústrias exportadoras até limites vinculativos aos balanços bancários, que restringiam o crédito não prioritário ao mesmo tempo que mantinham reduzidos os custos de financiamento do Estado.²⁹

²⁹ Ver Bezemer et al. (2021).

No caso da autonomia estratégica da UE, a intervenção poderia concretizar-se mediante a compra direcionada de ativos para reduzir os custos de financiamento de prioridades de investimento a nível político e económico. No entanto, no caso Japonês da década de 1930, o recurso do banco central à subscrição de dívida pública suscitou críticas por poder atenuar os constrangimentos financeiros associados à elaboração do orçamento. À medida que as despesas militares ganharam preponderância, as políticas monetária e orçamental passaram a estar cada vez mais subordinadas às necessidades de financiamento das forças armadas (Shizume, 2018).

4.5 Críticas ao *Quantitative Easing* Direcionado

O *People's QE* pode comprometer a independência do banco central porque dá ao Tesouro uma influência direta sobre a criação e a distribuição de dinheiro, aproximando a política monetária das decisões do governo (van Lerven, 2016a). O *quantitative easing* direcionado pode implicar que o banco central abandone a neutralidade de mercado, na medida em que deixa de replicar a composição do mercado na seleção dos ativos a adquirir, o que pode ser entendido como uma interferência na política industrial (Solana e Goldoni, 2024). Segundo Dafermos et al. (2018b), no contexto do *quantitative easing* verde, os bancos centrais afastam-se da sua postura tradicional e aproximam-se da política industrial, exigindo essa transição uma revisão do mandato para além da estabilidade de preços, visando conter as ameaças do aquecimento global. Com efeito, existe um desfasamento estrutural entre os objetivos transitórios da política monetária e as necessidades de financiamento do mercado de obrigações verdes. Dado que as intervenções não convencionais têm um carácter reversível e dependente da conjuntura económica, a saída antecipada dos bancos centrais do mercado impede que atuem como compradores estáveis de longo prazo (Matikainen et al., 2017). Abiry et al. (2022b) advertem que a gestão do *quantitative easing* verde enfrenta um desfasamento de prioridades, em que a necessidade de estabilização macroeconómica pode impor uma contração monetária que colide com a continuidade do programa.

Com base em Ryan-Collins et al. (2013), o QE direcionado exige novos mecanismos de governação que definam claramente quem decide a dimensão do QE e quem decide para onde o financiamento é direcionado, garantindo uma maior responsabilização.

Através de um trabalho sobre o mandato do Banco Central Europeu, no âmbito da revisão estratégica (*Strategic Review*) do BCE, Ioannidis et al. (2021) analisam a proibição do financiamento monetário direto ou indireto consagrada no artigo 123.º do TFUE. É possível

observar que esta regra torna juridicamente difícil o financiamento monetário direto da autonomia estratégica da UE, especialmente se um programa for economicamente equivalente ao financiamento direto dos orçamentos da UE ou nacionais. Os constrangimentos legais tornar-se-iam ainda mais visíveis no caso do *People's QE*, no qual o investimento público é financiado diretamente por criação de moeda. Segundo Ioannidis et al. (2021), o exercício das competências do BCE é delimitado pela ordem constitucional da União Europeia, que combina exigências de governação institucional, como o equilíbrio interinstitucional, a proporcionalidade e a não discriminação, com salvaguardas de política monetária, nomeadamente o compromisso com o funcionamento do mercado aberto e o veto ao financiamento monetário.

A vertente direcionada do *quantitative easing* pode também estar suscetível a criar pressões inflacionistas, tal como a sua vertente convencional. English et al. (2017) sustentam que o financiamento monetário permanente da despesa pública pode desencadear pressões inflacionistas duradouras e uma subida expressiva do nível geral de preços, se esse compromisso for credível para o público. De facto, o *quantitative easing* é uma ferramenta eficaz quando a economia se encontra perante episódios deflacionistas, sendo a política não convencional útil para trazer a inflação de volta aos valores de referência (Workstream 2, 2025). Com efeito, num cenário em que a inflação se encontra próxima do valor de referência de 2%, a utilização do *quantitative easing* direcionado pode criar instabilidade de preços. No entanto, ao contrário das compras tradicionais de títulos, o direcionamento de recursos e da criação de moeda para setores com capacidade não utilizada pode permitir estimular a economia sem desencadear inflação (Ryan-Collins et al., 2013; van Lerven, 2015). Segundo os autores, esta hipótese, contudo, depende da correta identificação desses setores e de os investimentos não excederem a capacidade disponível.

Segundo Coppola (2019), a utilização do *quantitative easing* no financiamento de investimentos públicos expõe o banco central ao risco de dominância orçamental (*fiscal dominance*), permitindo que os governos condicionem a sua atuação ao exigir a garantia ou a retenção prolongada desses títulos no balanço. Neste cenário, a intervenção sistemática para manter as taxas de rentabilidade artificialmente reduzidas limita a gestão das taxas de juro diretas. A autora refere que, mesmo numa instituição orientada para a estabilidade de preços, surgirão pressões políticas para prolongar juros baixos ao longo de toda a duração dos projetos, entrando em conflito com o mandato do banco central à medida que a recuperação económica exigir o seu aumento. Bernanke (2016), numa análise do estímulo

orçamental financiado por moeda (*Money-Financed Fiscal Program*), argumenta que a viabilidade institucional do programa esbarra em dois riscos fundamentais: a erosão da autonomia do banco central decorrente da articulação com o poder político e o perigo de desvio orçamental, em que governantes passam a recorrer à criação de moeda sem critérios de estabilização económica. Com efeito, segundo Muellbauer (2014), a política não convencional poderá implicar um risco moral, em que o financiamento monetário repetido pode enfraquecer os incentivos ao comportamento prudente no setor privado e levar os governos a adiar medidas orçamentais impopulares.

Segundo van Lerven (2016a), o *quantitative easing* direcionado poderá aumentar o nível de dívida do setor privado, embora possa melhorar as condições de financiamento. De facto, num estudo do BCE sobre a eficácia do *quantitative easing* verde, Abiry et al. (2022b) destacam que favorecer títulos verdes nas regras dos colaterais do banco central funciona como um incentivo indireto ao mercado de dívida sustentável. No entanto, os autores advertem que este mecanismo acarreta distorções no setor privado, uma vez que as empresas cujos títulos se tornam elegíveis tendem a endividar-se mais e a assumir posições financeiras mais arriscadas.

Um programa de *quantitative easing* verde não substitui uma estratégia climática abrangente, dado o seu impacto quantitativo limitado na trajetória da temperatura global. O *quantitative easing* deve operar como um complemento a um conjunto coordenado de medidas orçamentais, exigências prudenciais bancárias associadas ao risco ecológico e intervenções públicas direcionadas à transição dos hábitos produtivos e de consumo (Dafermos et al., 2018a). A literatura recente sugere que o *quantitative easing* verde oferece benefícios climáticos limitados quando comparado com impostos diretos sobre combustíveis fósseis, existindo ainda retornos decrescentes quando ambas as medidas operam em simultâneo (Abiry et al., 2022b; Ferrari & Nispi Landi, 2023). Ainda assim, Ferrari e Nispi Landi (2023) consideram que o *quantitative easing* verde poderá ter um papel relevante quando a implementação de um imposto sobre o carbono é insuficiente ou tardia, bem como para atenuar os seus efeitos macroeconómicos. A eficácia da política está também dependente de outros fatores na sua aplicação, sendo mais vantajosa uma implementação precoce e orientada para empresas ambientalmente mais eficientes dentro de cada setor (*best-in-class*). No entanto, apesar da abrangência do estudo de Ferrari e Nispi Landi, existem algumas limitações que deverão ser tidas em conta quanto à interpretação dos resultados e que poderão subestimar a eficácia do *quantitative easing* verde. Segundo os autores, o modelo utilizado não incorpora os efeitos da

degradação ambiental sobre a produtividade da economia, nem considera o papel da investigação e desenvolvimento na promoção da inovação tecnológica verde. Adicionalmente, não contempla o potencial efeito catalisador do *quantitative easing* verde sobre o investimento privado, nem as transformações estruturais decorrentes da transição para uma economia com baixas emissões carbónicas (Ferrari & Nispi Landi, 2023).

Tal como sucedeu nos casos *Gauweiler e outros c. Deutscher Bundestag* (2015) e *Weiss e outros* (2018), a opção do BCE por compras de ativos direcionados poderia suscitar novos litígios judiciais, não existindo, até à data, qualquer precedente semelhante que ateste a sua legalidade. De acordo com Bernanke (2016), os bancos centrais não dispõem de competência jurídica ou legitimidade política para selecionar os beneficiários de injeções de liquidez na economia. Decisões distributivas exigem a aprovação do parlamento, o que impede o banco central de executar programas desse tipo de maneira isolada. Além disso, infere-se que a ausência de critérios harmonizados para classificar as atividades e os setores relevantes para a autonomia estratégica pode reproduzir problemas de credibilidade já observados no financiamento sustentável. No domínio climático, as práticas de *greenwashing* continuam presentes sobretudo porque o mercado ainda não dispõe de um enquadramento regulatório robusto. Sem critérios uniformes que determinem o que é sustentável, e na ausência de auditorias posteriores, torna-se difícil validar o impacto ecológico real dos projetos financiados (Work stream on climate change [WSCC], 2021). Letta (2024) destaca a fragilidade da verificação de declarações ambientais, enquanto Tokarski (2024) liga os riscos de *greenwashing*, pela ausência de critérios comuns para definir ativos verdes, à diminuição da confiança no mercado financeiro sustentável e, consequentes danos à credibilidade do euro. Aplicando este raciocínio à autonomia estratégica, pode defender-se que um enquadramento comum contribuiria para tornar os critérios de elegibilidade mais transparentes, comparáveis e verificáveis.

Bernanke (2002) salienta que a escassez de experiência com instrumentos monetários não convencionais dificulta a previsão rigorosa dos seus efeitos na economia, apesar de cada mecanismo de criação de moeda envolver benefícios e custos de natureza técnica e económica. Com efeito, o *quantitative easing* direcionado nunca foi implementado, existindo incerteza quanto à totalidade dos seus efeitos sobre a atividade económica, a procura agregada, os preços dos ativos e a inflação. No contexto do *quantitative easing* verde, apesar de poder contribuir para abrandar o aquecimento global, a política pode ser, por si só, insuficiente para evitar o aumento da temperatura, tendo de ser articulada com outras

políticas ambientais, como medidas de política orçamental e intervenções regulatórias (Dafermos et al., 2018b). A eficácia das vertentes direcionadas dependerá também da existência de mecanismos de governação eficazes (Ryan-Collins et al., 2013).

Tucker (2022) argumenta que o *quantitative easing* reforça o compromisso de manter as taxas de juro baixas durante um período prolongado, sendo que um choque inflacionista pode obrigar o banco central a abandonar essa posição. Se essa decisão acarretar custos financeiros significativos, quer pela remuneração da totalidade das reservas à taxa diretora, quer pelas perdas decorrentes da venda de ativos com a subida das taxas de rentabilidade, os bancos centrais poderão hesitar perante uma resposta preventiva. Deste modo, a remuneração integral das reservas pode tornar-se contraproducente quando os riscos inflacionistas aumentam. Infere-se, assim, que a manutenção prolongada de programas de compras de ativos poderia dificultar a posterior contração do balanço do banco central, contribuindo para que o QE adquirisse um carácter permanente. Efetivamente, o processo de normalização da política monetária do BCE acelerou significativamente em meados de 2022. Para conter a subida da inflação alimentada pela crise energética e pelo conflito na Ucrânia, o Eurosistema cessou as compras líquidas no âmbito do APP em julho desse ano. Subsequentemente, a transição para uma contração passiva da carteira de ativos complementou o ciclo de subida das taxas de juro, embora o ritmo gradual de redução do balanço implique que a margem para novas intervenções de compra permaneça limitada durante um período prolongado (Workstream 2, 2025). Com efeito, um programa de *quantitative easing* direcionado para as necessidades de autonomia estratégica da UE entraria em conflito com a atual trajetória de redução do balanço do BCE. Pode argumentar-se que, ao contrário de um instrumento orçamental, a utilização do QE está condicionada pela evolução das condições macroeconómicas, em particular pela dinâmica da inflação, devendo ser preservada margem para a sua reversão ou reativação. Esta característica limita a sua adequação enquanto instrumento estrutural de financiamento da autonomia estratégica da UE, remetendo-o para uma função dependente do ciclo económico. Na página que se segue é apresentada a Figura 5, uma tabela de síntese dos principais argumentos abordados ao longo do capítulo.

Figura 5 – Vantagens e Desvantagens do Quantitative Easing Direcionado – tabela de síntese dos principais argumentos abordados ao longo do capítulo.

Vantagens	Desvantagens e limites
Direciona liquidez para a economia real, melhora rácios dívida/rendimento e reduz a dependência de novo endividamento privado.	Afasta-se da neutralidade de mercado e pode ser entendido como intervenção do banco central na política industrial.
Reduz custos de financiamento sustentável, incentiva energias renováveis, emprego verde e atenua riscos climáticos para a estabilidade financeira.	Não substitui políticas climáticas abrangentes, pode provocar <i>crowding out</i> , distorções financeiras e depender de critérios robustos contra o <i>greenwashing</i> .
Financia transferências, investimento público ou infraestruturas, estimulando a procura e crescimento sem aumentar diretamente a dívida pública.	Pode comprometer a independência do banco central, gerar dominância orçamental e dificultar o controlo da inflação.
Direciona crédito para investimento produtivo, emprego e projetos de longo prazo, evitando bolhas em ativos existentes e mobilizando capital privado.	Requer uma seleção rigorosa de setores e intermediários, decisões de alocação levantam problemas de legitimidade, responsabilização e interferência política.
Financiamento direto para setores da autonomia estratégica e diminuição dos custos de capital.	A experiência histórica mostra riscos de subordinação monetária às necessidades orçamentais e de inflação persistente após programas prolongados.
Em setores com capacidade não utilizada, pode expandir a produção com menores pressões inflacionistas do que compras convencionais de ativos.	O artigo 123.º do TFUE limita o financiamento monetário direto; não existem precedentes claros para o QE direcionado
Desenvolvimento e maior integração dos mercados de capitais.	A eficácia é incerta, depende do ciclo económico e pode dificultar a redução futura do balanço do banco central.

Nota. Elaboração própria

5. O Banco Central Europeu e o *Quantitative Easing* Direcionado

5.1 O Banco Central Europeu desde as Crises

A crise financeira global, a crise das dívidas soberanas e o período de baixa inflação subsequente tornaram mais difícil o alcance do objetivo de estabilidade de preços pelo BCE. À medida que a inflação se manteve abaixo do nível pretendido e ocorreram episódios de deflação, a política monetária deparou-se com limitações crescentes. Este contexto levou o BCE a recorrer a instrumentos não convencionais, como taxas negativas, *forward guidance*, TLTROs e compras de ativos (Höflmayr, 2021). Nesse sentido, a legalidade de algumas políticas e instrumentos utilizados pelo BCE tem sido posta em causa, suscitando controvérsia em torno dos programas de Transações Monetárias Definitivas (OMT, do inglês *Outright Monetary Transactions*) e do Programa de Compra de Ativos.

No caso *Gauweiler*, a legalidade das OMT foi questionada, suscitando questões quanto aos limites do mandato do BCE. As OMT são um programa que consiste na compra de obrigações do Estado em mercados secundários, mediante determinados critérios, com o objetivo de fazer face a perturbações na transmissão da política monetária, bem como preservar a sua unicidade (*Gauweiler e outros c. Deutscher Bundestag*, 2015). As OMT aproximaram a política monetária da política orçamental, uma vez que o apoio do BCE através deste instrumento depende do cumprimento de determinadas condições económicas e orçamentais no âmbito de um programa do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) (WSMFPI, 2021). No caso *Gauweiler e outros c. Deutscher Bundestag* (2015), o TJUE concluiu que, havendo perturbações no mecanismo de transmissão da política monetária, a estabilidade de preços fica comprometida pela perda de eficácia das decisões do BCE. Por essa razão, o Tribunal considerou que o programa OMT se insere legitimamente no mandato de política monetária do banco central e é compatível com o direito da União Europeia, desde que respeite os limites e salvaguardas estabelecidos. Apesar de o programa nunca ter chegado a ser ativado, o seu anúncio foi suficiente para eliminar os prémios de risco de redenominação, sem necessidade de efetuar qualquer compra de títulos de dívida (WSMFPI, 2021). Nesse sentido, as OMT foram um reforço aos instrumentos à disposição do BCE, atuando através da possibilidade de compras no mercado secundário e da força dissuasora do seu compromisso.

Mais tarde, em 2022, o Instrumento de Proteção da Transmissão (TPI, em inglês *Transmission Protection Instrument*) foi integrado no quadro operacional do BCE com o mesmo propósito de salvaguardar a transmissão regular da política monetária, mitigando o risco de

fragmentação financeira e impedindo oscilações nos prémios de risco da dívida soberana (Workstream 2, 2025). Segundo este último estudo, ao contrário das OMT, o TPI pode ser ativado de forma discricionária pelo BCE, desde que os países cumpram determinados critérios de elegibilidade, dispensando a existência de um programa do MEE. Embora nem o TPI, nem as OMT tenham sido acionados, a sua eficácia reside na credibilidade do compromisso do BCE em intervir, influenciando as expectativas dos mercados sem necessidade de realizar compras efetivas de ativos.

Em resposta às pressões deflacionistas na Zona Euro em 2015, o BCE recorreu ao APP para injetar liquidez no sistema bancário e baixar os custos de financiamento. A estratégia procurava reativar a procura interna e o crédito, impulsionando os preços de modo a aproximar a inflação anual da meta dos 2% (*Weiss e outros*, 2018). As compras de ativos do Eurosistema comprimiram o prémio de prazo soberano a dez anos em perto de 175 pontos-base através da ação do APP e, posteriormente, do PEPP (Workstream 2, 2025). Segundo o relatório, a intervenção permitiu acomodar as condições financeiras quando os juros nominais estavam limitados pelo limite inferior nulo, retirando o risco de duração do mercado de dívida pública desde o arranque do APP até ao período da pandemia. A controvérsia em torno do APP, em especial do PSPP, centrou-se na legalidade das aquisições de dívida soberana em grande escala, tendo o TJUE concluído que o programa não excedia o mandato do BCE nem infringia a proibição de financiamento monetário (*Weiss e outros*, 2018). O APP pode, portanto, ser interpretado como um passo decisivo na transformação do BCE e dos seus instrumentos. A sua justificação provém do facto de as políticas convencionais estarem já limitadas, sendo as compras de ativos necessárias para garantir o objetivo da estabilidade de preços. O *quantitative easing* direcionado é relevante neste sentido pela sua hipotética utilização futura, através da evolução dos instrumentos utilizados por parte do BCE para manter a estabilidade de preços, a transmissão da política monetária, ou do seu objetivo secundário, independentemente da sua neutralidade de mercado. De facto, para Höflmayr: “Embora o BCE seja orientado pelo princípio da neutralidade de mercado, este não constitui, por si só, uma regra consagrada no direito primário” (2021, p.5)^{ix}. Esta constatação pode sustentar a análise da compatibilidade de formas direcionadas do *quantitative easing* com o mandato do BCE, desde que estas sejam justificadas pela estabilidade de preços e respeitem o princípio da proporcionalidade. Nessas circunstâncias, a neutralidade de mercado não constituiria, por si só, um impedimento à sua utilização.

A meta simétrica de 2% reforça os argumentos a favor do *quantitative easing* direcionado num contexto de inflação baixa, visto que um desvio persistente abaixo dos 2% é tão indesejável quanto um desvio para cima (Workstream 2, 2025). A ineficácia da política convencional em períodos de inflação muito baixa tornaria, tal como no passado, a compra de ativos um instrumento necessário para alcançar a meta. No entanto, a compra de ativos poderia ser direcionada, visto que a sua vertente mais neutra acarreta um conjunto de consequências negativas, como as elencadas no subcapítulo “Críticas ao *Quantitative Easing*”, atenuadas pela direcionalidade.

5.2 A Legalidade e a Institucionalidade do Banco Central Europeu

5.2.1 O Mandato do Banco Central Europeu e a Direcionalidade

Sob o quadro jurídico da União Europeia, o Banco Central Europeu opera segundo uma estrutura de objetivos assimétrica, em que a sua prioridade absoluta é conter a inflação, devendo o apoio aos objetivos económicos mais amplos da UE ocorrer apenas na medida em que não comprometa a estabilidade de preços. Em termos operacionais, a condução desta política monetária está vinculada ao princípio de mercado aberto e à distribuição produtiva do capital (Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia, 2016).

Ioannidis et al. (2021) abordam qual é que deverá ser a priorização quanto ao objetivo secundário de apoio às políticas gerais da União Europeia, sendo que o BCE deve seguir e apoiar a priorização dada por outras instituições da UE, como o Conselho Europeu, a Comissão Europeia, o Conselho da União Europeia ou o Parlamento Europeu. Para além disso, caso uma política específica seja fundamental na sua contribuição para a concretização simultânea de vários outros objetivos da UE, então o BCE deverá apoiá-la. No entanto, de acordo com os autores, qualquer política que ponha em causa o objetivo primário do BCE deverá ser excluída e, consequentemente, políticas que se coadunem com o objetivo primário e os objetivos da União Europeia, devem ser priorizadas. Esta argumentação é especialmente relevante no âmbito da autonomia estratégica e no papel do *quantitative easing* direcionado para o seu financiamento. Sendo a autonomia estratégica uma prioridade comunitária com impacto positivo em vários domínios, o apoio do BCE nesta matéria afigura-se justificável, desde que não interfira com a estabilidade de preços. De facto, como destaca Beaucillon (2023), a Estratégia Global para a Política Externa e de Segurança Comum da União Europeia de 2016 consolidou a autonomia estratégica como uma ambição central, sendo algo essencial para a promoção da paz e da segurança internacionais. Assim, integrando a

autonomia estratégica áreas como a segurança energética, a capacidade industrial de defesa, as matérias-primas críticas e os semicondutores, o BCE pode considerá-la no âmbito do seu objetivo secundário. Um programa de compras direcionadas de ativos disporia de uma boa base legal se contribuísse para corrigir falhas na transmissão da política monetária, mitigar vulnerabilidades inflacionistas ou apoiar as políticas económicas da União Europeia, desde que salvaguarde sempre a estabilidade de preços.

Para assegurar a disciplina orçamental e a autonomia da política monetária, o artigo 123.º do TFUE (2016) veda ao Eurosistema o financiamento direto do setor público. Na prática, tanto o BCE como os bancos centrais dos Estados-Membros estão impedidos de conceder empréstimos a organismos estatais ou comunitários, não podendo igualmente adquirir títulos soberanos no mercado primário. Esta proibição é especialmente relevante, visto que a autonomia estratégica necessita de um investimento público de grande escala, tornando a compra em mercados secundários a única opção por parte do BCE. No entanto, o Tribunal de Justiça da União Europeia, no caso *Gauweiler e outros c. Deutscher Bundestag* (2015)³⁰, estabeleceu um critério funcional para distinguir intervenções monetárias legítimas de financiamento monetário ilícito. Segundo a jurisprudência, a legalidade das compras de dívida soberana em mercado secundário depende da existência de garantias procedimentais que impeçam essas operações de funcionar, na prática, como uma subscrição primária disfarçada, ainda que tais intervenções inevitavelmente influenciem os custos de endividamento dos Estados-Membros. No caso do *quantitative easing* direcionado, o estipulado anteriormente impõe algumas limitações. Com base na jurisprudência dos acórdãos *Gauweiler* e *Weiss*, analisada por Mooij (2019), caso o BCE anunciasse a aquisição de todas as obrigações emitidas para financiar a autonomia estratégica, ou se os investidores pudessem adquirir essas obrigações no mercado primário, sabendo, com uma elevada certeza que o BCE as compraria pouco tempo depois no mercado secundário, o programa seria contestado por constituir uma forma indireta de financiamento monetário. Nesse sentido, é possível inferir que qualquer tipo de aquisição em mercados secundários de dívida emitida por Estados-Membros, dívida comum europeia ou obrigações do Banco Europeu de Investimento teria de incorporar um conjunto de medidas que garantissem a sua legalidade, tal como *blackout periods*, limites quantitativos globais, por emitente e por emissão e, sobretudo, uma justificação estritamente monetária que preserve a estabilidade de preços.

³⁰ Ver *Gauweiler e outros c. Deutscher Bundestag* (2015).

Segundo Högenauer e Mendes (2025), a independência do BCE foi originalmente justificada pela sua missão restrita de salvaguardar a estabilidade de preços. No entanto, segundo os autores, a expansão do seu papel na gestão de crises, na política climática e noutras áreas objeto de contestação política tornou as suas decisões mais polarizadoras. Com efeito, segundo Ioannidis et al. (2021), a integração de cláusulas horizontais, isto é, as normas dos Tratados que se aplicam transversalmente às políticas e atividades no quadro da UE, não autoriza o BCE a expandir a sua esfera de atuação para além do seu mandato monetário. Embora essas normas imponham coerência geral com as prioridades da União Europeia, a estabilidade de preços permanece o objetivo primário e incontornável do banco central, impedindo-o de assumir competências materiais próprias de órgãos dotados de legitimidade democrática direta, como a definição de políticas económicas ou ambientais. Adicionalmente, partindo do princípio do equilíbrio institucional discutido por Ioannidis et al. (2021), questiona-se se o BCE deve compensar as dificuldades de coordenação política na UE. A atribuição de responsabilidades políticas adicionais ao BCE poderia, em última análise, enfraquecer a separação entre as instituições sujeitas a responsabilidade eleitoral e um banco central independente.

5.2.2 Os Princípios da Neutralidade e da Proporcionalidade

O BCE tem vindo a aplicar o princípio da neutralidade de mercado, pretendendo minimizar o impacto no funcionamento dos mercados e interferindo o mínimo possível na forma como os preços são determinados nos mercados financeiros (Schoenmaker, 2021; van't Klooster & Fontan, 2020). Segundo Solana e Goldoni (2024), a ausência de consagração da neutralidade de mercado nos Tratados confere-lhe uma natureza jurídica ambígua. Os autores identificam duas dimensões funcionais e relevantes do conceito na política monetária do BCE: por um lado, a mitigação de distorções no funcionamento dos mercados, salvaguardando a livre formação de preços pela oferta e procura; por outro, a aquisição de títulos segundo uma lógica de proporcionalidade que reproduza a estrutura real do mercado.

O *quantitative easing* não é neutro, sendo que as compras de obrigações têm favorecido desproporcionalmente os setores com maior intensidade carbónica face ao seu valor acrescentado bruto, o que pode reduzir o custo de capital dessas empresas (Matikainen et al., 2017). Segundo os autores, o programa de obrigações de empresas do BCE acaba por contrariar os objetivos climáticos europeus ao direcionar recursos predominantemente para setores poluentes. Ao reduzir artificialmente as taxas de juro exigidas a estas empresas, o

banco central facilita o seu endividamento e distorce a formação de preços no mercado financeiro. Como consequência, perpetua-se um modelo assente em combustíveis fósseis, acumulando vulnerabilidades financeiras associadas à futura transição energética.

O membro da Comissão Executiva do BCE Isabel Schnabel defende, em representação do Banco Central Europeu no Simpósio sobre “alterações climáticas, mercados financeiros e crescimento verde”, que “na presença de falhas de mercado, a adesão ao princípio da neutralidade de mercado pode reforçar ineficiências preexistentes que dão origem a uma alocação subótima de recursos.” (2021, secção From market neutrality to market efficiency, par. 4)³¹. Nesse sentido, uma vez que os mercados financeiros não incorporam os danos ambientais nas cotações dos títulos, os preços de mercado deixam de refletir o verdadeiro custo do carbono. Para Schnabel, a insistência na neutralidade de mercado perpetua esta distorção, apelando para a transição para um critério de eficiência de mercado que impeça a política monetária de reforçar uma alocação ineficiente de recursos³¹

Além da neutralidade de mercado, sob a jurisprudência da União Europeia, as intervenções do BCE nos mercados de dívida soberana continuam vinculadas ao princípio da proporcionalidade, que tem vindo a ser aplicado pelo TJUE no âmbito da política monetária através dos artigos 119(2) e 127(1) do TFUE³², mas também no artigo 5(4) do TUE³³. Para o Tribunal de Justiça da União Europeia, isso significa que qualquer mecanismo de aquisição de títulos deve calibrar os seus instrumentos apenas à prossecução do mandato do banco central, sob pena de invalidade jurídica (*Gauweiler e outros c. Deutscher Bundestag*, 2015). De facto, o princípio da proporcionalidade é definido no TUE (art.º 5(4)):

Em virtude do princípio da proporcionalidade, o conteúdo e a forma da ação da União não devem exceder o necessário para alcançar os objetivos dos Tratados.
As instituições da União aplicam o princípio da proporcionalidade em conformidade com o Protocolo relativo à aplicação dos princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade. (2016, p.18)

De acordo com Mooij (2019), a proporcionalidade engloba duas características: ser adequada (“*suitable*”) e necessária. Pelo estipulado nos casos *Gauweiler* e *Weiss*, o BCE tem uma liberdade significativa para decidir como implementar a sua política monetária. Desde que o BCE justifique as suas ações e evite erros evidentes, as suas medidas são consideradas juridicamente válidas. Estes casos confirmam que a política monetária não convencional

³¹ Numa resolução de 2020, para alinhar a atuação do Banco Central Europeu com as metas ecológicas, o Parlamento Europeu recomendou que os critérios ESG passem a condicionar os programas de compra de dívida empresarial (Parlamento Europeu, 2020).

³² Ver Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia (2016).

³³ Ver Tratado da União Europeia (2016).

pode ser legal desde que cumpra o mandato principal do BCE e o princípio da proporcionalidade. Solana e Goldoni (2024) sustentam que, se o BCE intervier contra os padrões de neutralidade de mercado, o escrutínio da proporcionalidade torna-se mais rigoroso, exigindo comprovar que a medida é justificada e necessária para os objetivos do banco central. É neste quadro de proporcionalidade que o apoio às políticas económicas gerais da União Europeia ganha relevância prática, funcionando como critério de desempate: perante alternativas com impacto idêntico no controlo da inflação, o banco central deve adotar a opção que ofereça o maior contributo para os objetivos económicos da UE (Ioannidis et al., 2021; Workstream 2, 2025). No âmbito do *quantitative easing* direcionado, entre tipos diferentes de compras que poderiam atingir resultados semelhantes para a estabilidade de preços, o BCE poderia optar por escolher as compras que melhor apoiariam a autonomia estratégica da UE.

5.2.3 A Autonomia Estratégica e o Banco Central Europeu

Para Whelan (2020), o BCE pode adotar medidas com impacto económico negativo, desde que estas sejam necessárias para cumprir o seu objetivo principal de assegurar a estabilidade de preços. Efetivamente, no âmbito de um *quantitative easing* direcionado, o estipulado seria ainda mais relevante do que no caso do seu uso convencional. Um programa direcionado para setores da autonomia estratégica produziria efeitos distributivos e de distribuição de recursos de uma forma mais acentuada. O BCE teria, por conseguinte, de demonstrar por que razão a direcionalidade seria adequada, por que motivo as compras “neutras” seriam insuficientes e por que razão os benefícios para a estabilidade de preços ou para o mecanismo de transmissão da política monetária seriam mais benéficos do que as distorções que daí pudessem resultar.

No âmbito da autonomia estratégica, as estruturas de mercado existentes podem não proporcionar investimento suficiente em setores com características de bem público. Alguns setores, apesar de serem estrategicamente essenciais, podem permanecer subfinanciados pelo setor privado, uma vez que os seus benefícios são distribuídos pela sociedade, se manifestam sobretudo no longo prazo e dependem da evolução do contexto geopolítico (Macfarlane & Mazzucato, 2018). Neste sentido, ao replicar a composição do mercado de capitais para assegurar a neutralidade de mercado, o banco central acaba por direcionar parte da sua liquidez para as empresas com presença mais consolidada na emissão de títulos (Ferrari & Nispi Landi, 2023; Matikainen et al., 2017; Schnabel, 2021; Solana & Goldoni, 2024). A partir

desta constatação, pode inferir-se que a neutralidade de mercado nem sempre coincide com uma alocação de capital orientada por critérios de resiliência económica ou de relevância estratégica. Contudo, a justificação para o uso do *quantitative easing* direcionado por parte do BCE implicaria sempre algo que fosse compatível com o seu mandato, sendo necessário demonstrar, por exemplo, que determinada falha de mercado compromete a eficácia da política monetária, ou afeta o seu mecanismo de transmissão e, consequentemente, a estabilidade preços. Na ausência de justificação, o programa deslocar-se-ia para o domínio da política orçamental ou industrial.

O papel do BCE quanto às alterações climáticas pode funcionar analogamente ou por extrapolação para campos da autonomia estratégica. Com efeito, políticas climáticas por parte do BCE estão enquadradas com o seu mandato, tendo em conta que os riscos climáticos afetam a estabilidade de preços, a transmissão e a eficácia da política monetária (WSCC, 2021). No entanto, segundo o estudo, as políticas climáticas também podem ser enquadradas no âmbito do objetivo secundário do BCE, uma vez que os objetivos da União incluem o desenvolvimento sustentável e a proteção do ambiente. Efetivamente, pode argumentar-se que se dependências estratégicas colocarem em risco a estabilidade de preços, como, por exemplo, através de choques recorrentes nos preços da energia, escassez de matérias-primas ou de perturbações nas cadeias de produção e abastecimento, o BCE poderá justificar que o reforço da resiliência é relevante do ponto de vista da política monetária. Para além disso, os mercados podem também não englobar todos os riscos na formação de preços nem ser sempre eficientes, pelo que o *quantitative easing* direcionado constitui uma forma de mitigar distorções que comprometem o mecanismo de transmissão da política monetária. Ao transporem esta premissa para a questão climática, Van't Klooster e Fontan (2020) rejeitam a ideia de que a neutralidade de mercado garanta uma distribuição produtiva do capital, destacando a incapacidade do sistema financeiro para precificar o risco climático. Para os autores, alinhar as operações dos bancos centrais com critérios ecológicos funciona como um mecanismo corretivo indispensável, que aproxima os preços dos ativos da sua sustentabilidade económica real.

A analogia estabelecida no parágrafo anterior apresenta, no entanto, algumas limitações, visto que a proteção do ambiente e o desenvolvimento sustentável estão de alguma forma presentes no artigo 3.º do TUE (2016), mas a autonomia estratégica não está presente no Tratado com o mesmo grau de explicitude, apesar de ligações entre a autonomia estratégica à paz e à segurança, tal como abordado em Beaucillon (2023). Enquadrar, assim,

juridicamente a autonomia estratégica como um objetivo também do BCE é mais indireto e complexo. Neste sentido, o BCE poderá integrar mais facilmente a transição climática do que a autonomia estratégica. De acordo com o artigo 127.º do TFUE (2016), o Banco Central Europeu tem como mandato principal manter a estabilidade de preços, mas está também legalmente obrigado a apoiar as políticas económicas gerais da União Europeia. Para isso, o BCE pode utilizar e adaptar os seus instrumentos para prosseguir com o seu objetivo secundário, desde que não interfira com o seu objetivo principal. Com efeito, a autonomia estratégica tornou-se parte dos objetivos económicos da União Europeia em matérias de legislação, conclusões do Conselho Europeu, e instrumentos do orçamento da UE. Desta forma, visto que o mandato do BCE remete diretamente para o objetivo secundário de apoiar as políticas económicas gerais da União (TFUE, 2016), o BCE poderá apoiar a autonomia estratégica da UE. No âmbito do seu objetivo primário, poderá argumentar-se que algumas dependências estratégicas poderão afetar a estabilidade de preços. Independentemente destes fatores, o BCE não deverá financiar a autonomia estratégica pela limitação orçamental das instituições e dos Estados-Membros, visto que isto transformaria o BCE numa instituição de natureza orçamental e entraria em conflito com a proibição do financiamento monetário, bem como com a sua independência. Para concluir, a Figura 6 apresenta uma tabela de síntese dos principais argumentos abordados ao longo do capítulo.

Figura 6 – *Mandato e Institucionalidade do BCE e o Quantitative Easing Direcionado* – tabela de síntese dos principais argumentos abordados ao longo do capítulo.

Dimensão Analisada	Conclusão Analítica
Tratados Relevantes	Os artigos 119.º, 123.º e 127.º do TFUE, juntamente com os artigos 3.º e 5.º do TUE estruturam o mandato, a proporcionalidade, a proibição de financiamento monetário e o objetivo secundário do BCE.
Crises e Instrumentos Não Convencionais	Compras de ativos podem ser legais em crises quando restauram a transmissão da política monetária e preservam a estabilidade de preços, mediante fundamentação, salvaguardas processuais e proporcionalidade.
Hierarquia do Mandato	A estabilidade de preços é o objetivo primário e prevalece sobre todos os demais. O apoio às políticas económicas da UE só é admissível se não a comprometer.
Autonomia Estratégica	Pode integrar o objetivo secundário, sobretudo perante riscos energéticos, industriais ou de abastecimento com impacto inflacionista. A sua base jurídica é mais indireta que a climática.
Proibição de Financiamento Monetário	O artigo 123.º do TFUE proíbe empréstimos públicos e compras no mercado primário. Compras secundárias exigem períodos de bloqueio, limites quantitativos e a ausência de garantia prévia aos investidores.
Neutralidade de Mercado	Não está expressamente prevista nos Tratados. Procura limitar distorções, mas pode reproduzir falhas de mercado e favorecer setores poluentes ou empresas já dominantes.
Proporcionalidade	Cada medida deve ser adequada, necessária e estritamente calibrada ao mandato. Intervenções direcionadas requerem justificar por que compras neutras seriam insuficientes e menos eficazes.
Limites Institucionais	O BCE não pode substituir instituições democraticamente responsáveis na política orçamental, industrial ou ambiental. Financiar a autonomia estratégica por insuficiência orçamental infringiria a independência e o mandato.

Nota. Elaboração própria.

6. Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo explorar a possibilidade do *quantitative easing* funcionar como um instrumento de financiamento à autonomia estratégica da União Europeia. O *quantitative easing* direcionado procura transformar a injeção de liquidez num sistema mais focado de apoio ao investimento. Enquanto a forma tradicional afeta os mercados financeiros de uma forma transversal, a versão direcionada procura encaminhar o destino do crédito, apoiando setores considerados de interesse social, ambiental ou estratégico (Ryan-Collins et al., 2013; Murphy & Hines, 2010; van Lerven, 2016a). Por um lado, encontram-se propostas que ajustam a composição das compras de ativos pelo banco central, mantendo relativamente intacta a estrutura básica do *quantitative easing*. Mas por outro, existem também iniciativas que recorrem à utilização de moeda do banco central para financiar diretamente despesa pública ou transferências diretas. Nesse sentido, quanto mais o instrumento se aproxima deste financiamento direto, maior é a dificuldade em conciliá-lo com o enquadramento legal do Banco Central Europeu. O *quantitative easing* não pode ocupar um papel primário como impulsionador das políticas da União Europeia, sem que este seja compatível com o objetivo monetário, sendo que uma aplicação futura do QE tem de ser justificada e manter-se subordinada à estabilidade de preços (Ioannidis et al., 2021).

De entre os setores analisados na quarta secção da dissertação, o *quantitative easing* verde é a vertente mais explorada até à data, sendo objeto de maior defesa dentro de todas as formas de *quantitative easing* direcionado, uma vez que é possível articulá-lo com os objetivos de política monetária e da estabilidade financeira, podendo ser útil para a aceleração da transição energética. As alterações climáticas têm um impacto direto na inflação, no valor dos ativos, nos preços da energia e na própria estabilidade global do sistema financeiro. Assim sendo, a adoção de critérios climáticos na alocação do programa de compra de ativos pode ser enquadrada não como uma mera política ambiental, mas sim como um mecanismo para corrigir o enviesamento climático enraizado em mercados financeiros que se presumiam neutros (Matikainen et al., 2017). Uma das maiores vulnerabilidades do *quantitative easing* verde é o seu potencial de sobreposição à política industrial, sendo que o mesmo poderá ser extrapolado relativamente às outras formas direcionadas. Se o Banco Central Europeu privilegiar ativos sustentáveis, deixará de influenciar apenas as condições financeiras e macroeconómicas gerais, passando também a moldar o custo relativo do capital entre os diferentes setores. Ainda que esta postura possa ser justificada pelos riscos financeiros

associados às alterações climáticas, este grau de direcionamento necessita de um enquadramento jurídico e económico rigoroso e estruturado.

O *quantitative easing* direcionado representaria uma transição da tradicional estabilização monetária de emergência para uma lógica de alocação estratégica de capital. Esta forma de *quantitative easing* assenta na premissa de que certos investimentos, por exemplo os essenciais para a autonomia estratégica europeia, geram bens públicos a longo prazo, mas correm o risco de não obter financiamento adequado no setor privado, sobretudo quando são de rentabilidade incerta e os projetos assumem contornos transfronteiriços ou politicamente sensíveis. Através da redução dos custos de financiamento em setores estratégicos, o Banco Central Europeu teria a capacidade de alavancar diretamente o potencial produtivo e de resiliência da União Europeia. A implementação do *quantitative easing* direcionado exigiria, no entanto, uma separação entre as decisões de natureza monetária e as opções de carácter político (Bernanke, 2016; Ryan-Collins et al., 2013). Neste enquadramento, o Banco Central Europeu limitar-se-ia a avaliar se o contexto monetário justifica a adoção de medidas de intervenção, ao passo que a identificação dos setores estratégicos prioritários e a definição dos respetivos critérios de investimento competiriam às instituições da União Europeia dotadas de legitimidade democrática.

O *People's QE* é uma proposta apelativa sob a perspetiva de democratização do investimento, por estabelecer uma relação direta entre a criação de moeda e os objetivos de interesse público. Esta abordagem visa apoiar diretamente investimentos em infraestruturas, criação de emprego e desenvolvimento da capacidade produtiva. Contudo, esta mesma característica reforça a sua vulnerabilidade jurídica, dado que quanto mais explícita for a ligação entre a criação de moeda e a despesa pública, maiores serão as preocupações relativamente à utilização do banco central para ultrapassar as restrições orçamentais impostas aos governos (van Lerven, 2015).

O *quantitative easing* direcionado não se limita a expandir a liquidez disponível na economia, mas procura ao mesmo tempo modificar as condições relativas de financiamento. Através da valorização da atratividade de ativos estratégicos, tornando-os mais líquidos, mais seguros ou mais acessíveis, o banco central pode direcionar as decisões de investimento dos setores público e privado. Esta capacidade confere-lhe um papel particularmente relevante para o reforço da autonomia estratégica, mas é também discutível do ponto de vista político e institucional. O *quantitative easing* direcionado poderia ainda contribuir para o fortalecimento

dos mercados de capitais dos setores abrangidos, algo considerado essencial para a resiliência económica europeia.

Um dos grandes obstáculos do *quantitative easing* direcionado é a perda da neutralidade típica da política monetária, assumindo contornos de política orçamental e industrial (Solana & Goldoni, 2024). Se, por um lado, tal não implicar ilegitimidade à partida, por outro, impõe uma avaliação bastante mais exigente do mandato do banco central, do princípio da proporcionalidade, do escrutínio democrático e da proibição de financiamento monetário.

Relativamente aos riscos inflacionistas, é possível argumentar que o *quantitative easing* direcionado poderá exercer menos pressões inflacionistas, caso os investimentos sejam realizados apenas em setores com capacidade produtiva não utilizada. Desta forma, o aumento da procura poderia ser acompanhado por um aumento da produção, em vez de se traduzir predominantemente num aumento generalizado dos preços. No entanto, esta abordagem exige critérios rigorosos para a seleção dos setores e projetos a financiar, de modo a assegurar a existência de capacidade produtiva disponível e, assim, limitar o risco de surgimento de pressões inflacionistas (Ryan-Collins et al., 2013; van Lerven, 2015).

A autonomia estratégica da União Europeia não poderá depender estruturalmente do *quantitative easing* direcionado, que deverá ser entendido como um instrumento complementar, de natureza cíclica, e não como uma solução única para os desafios do financiamento estratégico europeu. A sua utilização poderá justificar-se em períodos de perturbação económica ou financeira, desde que contribua para preservar condições adequadas de financiamento, assegurar a transmissão da política monetária, mitigar riscos financeiros associados à transição climática e reforçar a resiliência económica da União Europeia. Contudo, a sua utilização permanece condicionada pela evolução da inflação, das taxas de juro e pela orientação geral da política monetária, pelo que o seu carácter cíclico limita a sua adequação como base permanente de financiamento. Por conseguinte, o objetivo da autonomia estratégica exige igualmente instrumentos estruturais e previsíveis, designadamente o reforço da capacidade orçamental da União Europeia, mecanismos de emissão conjunta de dívida, uma política industrial europeia coerente e outras decisões de natureza orçamental capazes de assegurar a continuidade do investimento em áreas estratégicas, independentemente da fase do ciclo económico.

As conclusões desta dissertação são, contudo, de natureza exploratória e não permitem retirar inferências definitivas quanto à eficácia de uma eventual aplicação do *quantitative easing* direcionado. A análise sugere que este instrumento poderá contribuir para

reduzir os custos de financiamento e acelerar a alocação de capital em setores estratégicos, mas não permite determinar empiricamente a dimensão desses efeitos, nem concluir que esta solução seria necessariamente mais eficaz ou preferível a outros mecanismos de financiamento europeu, como a dívida comum ou o reforço da capacidade orçamental da União Europeia. Subsistem também incertezas quanto à compatibilidade jurídica do *quantitative easing* direcionado com o mandato do Banco Central Europeu, o princípio da proporcionalidade, a sua independência e a proibição do financiamento monetário. Estas tensões tornam-se mais evidentes à medida que o instrumento se aproxima de versões como o *People's QE*, nos quais a ligação entre a criação de moeda e financiamento de despesa pública se torna mais direta. A investigação futura deverá aprofundar os limites jurídicos de uma eventual utilização do *quantitative easing* direcionado e identificar condições institucionais que permitam preservar a independência do Banco Central Europeu e a legitimidade democrática das escolhas de política industrial.

Desenvolvimento futuros na investigação deverão também recorrer a modelos macroeconómicos e a simulações para estimar os efeitos de diferentes vertentes de *quantitative easing* direcionado sobre o investimento, os custos de financiamento, a inflação, o produto, o balanço do banco central e a estabilidade financeira. Deverão ser igualmente analisados os seus efeitos distributivos e territoriais, em particular o risco de concentração de benefícios nos Estados-Membros, regiões ou empresas com maior acesso aos mercados financeiros e maior capacidade de criar projetos elegíveis.

Referências Bibliográficas

- Abiry, R., Ferdinandusse, M., Ludwig, A., & Nerlich, C. (2022a, 28 de setembro). Green QE and carbon pricing: looking at potential tools to fight climate change. *ECB Research Bulletin*, (99).
<https://www.ecb.europa.eu/press/research-publications/resbull/2022/html/ecb.rb220928~f2ce0ac394.en.html>
- Abiry, R., Ferdinandusse, M., Ludwig, A., & Nerlich, C. (2022b). *Climate change mitigation: how effective is green quantitative easing?* (Working Paper Series n.º 2701). European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2701~72d8bfaa67.en.pdf>
- Adrian, T., Erceg, C., Kolasa, M., Linde, J., & Zabczyk, P. (2025). *Macroeconomic and Fiscal Consequences of Quantitative Easing* (Working Paper n.º 2025/158). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798229018623.001>
- Aloui, D., Benkraiem, R., Guesmi, K., & Vigne, S. (2023). The European Central Bank and green finance: How would the green quantitative easing affect the investors' behavior during times of crisis?. *International Review of Financial Analysis*, 85, Artigo 102464. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102464>
- Altavilla, C., Carboni, G., & Motto, R. (2015). Asset Purchase Programs and Financial Markets: Lessons from the Euro Area. *International Journal of Central Banking*, 17(4), 1-48. <https://www.ijcb.org/sites/default/files/journal/v17n4/ijcb-v17n4-asset-purchase-programs-and-financial-markets-lessons-euro-area.pdf>
- Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P., & Tristani, O. (2016). *The ECB's asset purchase programme: an early assessment* (Working Paper Series n.º 1956). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1956.en.pdf>
- Angeloni, I., & Pagano, M. (2026). *Europe's Savings and Investments Union: Another Slogan, or a Strategy That Can Work?* (Working Paper n.º 783). Centre for Studies in Economics and Finance. <https://www.csef.it/WP/wp783.pdf>
- Baldassare, B., & Carrara, S. (2025). Critical raw materials, circular economy, sustainable development: EU policy reflections for future research and innovation. *Resources, Conservation and Recycling*, 215, Artigo 108060. <https://doi.org/10.1016/j.resconrec.2024.108060>

Banco Central Europeu. (s.d.). *Asset purchase programmes*. Recuperado em 31 de julho de 2026, de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.pt.html>

Banco Central Europeu. (2021a, 8 de julho). *BCE apresenta plano de ação para incluir considerações sobre as alterações climáticas na sua estratégia de política monetária* [Comunicado de Imprensa].
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.pt.html

Banco Central Europeu. (2021b, 30 de março). *O que são operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas?*. Recuperado em 9 de setembro de 2026, de <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/tltro.pt.html>

Banco Central Europeu. (2022, 19 de setembro). *ECB provides details on how it aims to decarbonise its corporate bond holdings* [Comunicado de Imprensa].
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220919~fae53c59bd.pt.html>

Banco Central Europeu. (2025, 12 de junho). *ECB adds indicator of nature loss in climate-related financial disclosures as portfolio emissions continue to decline* [Comunicado de Imprensa].
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250612~484d529368.pt.html>

Banco Central Europeu. (2026). *Annual Report 2025*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2025~b7f898b33d.en.pdf>

Beaucillon, C. (2023). Strategic Autonomy: A new identity for the EU as a global Actor. *European Papers*, 8(2), p. 417-428. doi: 10.15166/2499-8249/664

Berkmen, S. P. (2012). *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?* (IMF Working Paper n. ° 12/2). International Monetary Fund.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1202.pdf>

Bernanke, B. S. (2002, 21 de novembro). *Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here* [Transcrição de discurso]. National Economists Club, Washington, D.C., Estados Unidos da América. Board of Governors of the Federal Reserve System.
<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/Discursoes/2002/20021121/default.htm>

Bernanke, B. S. (2009). *The Crisis and the Policy Response*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/Discurso/bernanke20090113a.htm>

Bernanke, B. S. (2012, 31 de agosto). *Monetary Policy since the Onset of the Crisis* [Transcrição de discurso]. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Jackson Hole, Wyoming. Board of Governors of the Federal Reserve System.

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/bernanke20120831a.pdf>

Bernanke, B. S. (2016, 11 de abril). *What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money*. Brookings. <https://www.brookings.edu/articles/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>

Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*, 110(4), 943-983. DOI:10.1257/aer.110.4.943

Bernanke, B. S., Reinhart, V., & Sack, B. (2004). *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment* (Finance and Economics Discussion Series, n. ° 2004-48). <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200448/200448pap.pdf>

Bezemer, D., Ryan-Collins, J., van Lerven, F., & Zhang, L. (2021). Credit policy and the ‘debt shift’ in advanced economies. *Socio-Economic Review*, 21(1), 437-478. doi: 10.1093/ser/mwab041

Bhatia, A. V., Mitra, S., Weber, A., Aiyar, S., Antoun de Almeida, L., Cuervo, C., Santos, A. O., & Gudmundsson, T. (2019). *A Capital Market Union for Europe* (IMF Staff Discussion Notes n. °19/07). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781498313278.006>

Bloomberg. (2026, 10 de julho). *Europe Must Increase Space Autonomy: ESA's Aschbacher* [Vídeo]. <https://www.bloomberg.com/news/videos/2026-07-10/europe-must-increase-space-autonomy-esa-s-aschbacher-video?srnd=phx-economics-v2>

Böninghausen, B., Brennan, L. F., McCabe, L., & Schumacher, J. (2022). The pandemic emergency purchase programme – an initial review. *Economic Bulletin*, (8), 93-116. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202208.en.pdf>

Borrell, J. (2020, 3 de dezembro). *Why European strategic autonomy matters*. European Union External Action. https://www.eeas.europa.eu/eeas/why-european-strategic-autonomy-matters_en

Bouabdallah, O., Dorrucci, E., Nerlich, C., Nickel, C., & Vlad, A. (2025, 25 de julho). *Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions*. The ECB Blog. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250725~f26b4ef0f3.en.html>

Bowman, D., Cai, F., Davies, S., & Kamin, S. (2011). *Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan* (International Finance Discussion Papers n.º 1018). Board of Governors of the Federal Reserve System.

<https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1018/ifdp1018.pdf>

Buiter, W. H. (2014). The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works — Always. *Economics - The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 8(28). <http://dx.doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2014-28>

Chen, Z. (2024). Changes and Impact of Monetary Policy in the United States: Quantitative Easing and Federal rate hikes. *Highlights in Business, Economics and Management*, 24, 2085-2092. DOI:10.54097/zy3m1256

Cipollone, P. (2026, 19 de fevereiro). *The digital euro: enhancing payments in the euro area* [Transcrição de discurso]. European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260219~e9f59ca8c0.pt.html>
1

Clapp, S., Höflmayer, M., Lazarou, E., & Pari, M. (2025). *ReArm Europe Plan/Readiness 2030* (PE 769.566). European Parliamentary Research Service. European Parliament.
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/769566/EPRS_BRI\(2025\)769566_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/769566/EPRS_BRI(2025)769566_EN.pdf)

Colciago, A., Samarina, A., & de Haan, J. (2019). Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1199-1231. <https://doi.org/10.1111/joes.12314>

Comissão Europeia. (s.d.). *European Defence Industrial Development Programme (EDIDP)*. Recuperado em 12 de agosto de 2026, de https://defence-industry-space.ec.europa.eu/eu-defence-industry/european-defence-industrial-development-programme-edidp_en

Comissão Europeia. (2021). *The European Defense Fund* [Ficha Informativa]. <https://defence-industry-space.ec.europa.eu/system/files/2021-04/20210429%20-%20EDF%20Factsheet.pdf>

Comissão Europeia. (2023). *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece um quadro de medidas para reforçar o ecossistema europeu de fabrico de produtos com tecnologia de impacto zero (Regulamento Indústria de Impacto Zero)* (COM(2023) 161 final). EUR-

Lex. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:6448c360-c4dd-11ed-a05c-01aa75ed71a1.0019.02/DOC_1&format=PDF

Comissão Europeia. (2025a). *Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact* [Comunicação]. https://defence-industry-space.ec.europa.eu/document/download/a57304ce-1a98-4a2c-aed5-36485884f1a0_en?filename=Communication-on-the-national-escape-clause.pdf

Comissão Europeia. (2025b). *White Paper for European Defence – Readiness 2030* [Livro branco]. https://commission.europa.eu/document/download/e6d5db69-e0ab-4bec-9dc0-3867b4373019_en?filename=White%20paper%20for%20European%20defence%20%E2%80%93%20Readiness%202030.pdf

Comissão Europeia (2026a, 3 de agosto de 2026). *AI ACT*. Recuperado em 15 de agosto de 2026, de <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/regulatory-framework-ai>

Comissão Europeia (2026b). *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano AccelerateEU - União da Energia - Energia segura e a preços acessíveis graças a uma ação acelerada* (COM(2026) 370 final). EUR-Lex. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f20ddba1-3e56-11f1-814f-01aa75ed71a1.0016.02/DOC_1&format=PDF

Comissão Europeia. (2026c). *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que cria um quadro de medidas para a aceleração da capacidade industrial e a descarbonização em setores estratégicos e altera os Regulamentos (UE) 2018/1724, (UE) 2024/1735 e (UE) 2024/3110* (COM(2026) 100 final). EUR-Lex. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:494b6a74-189c-11f1-8870-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_3&format=PDF

Conselho da União Europeia. (2021, 25 de janeiro). *Council conclusions on Climate and Energy Diplomacy - Delivering on the external dimension of the European Green Deal* (ST 5263/21). <https://www.consilium.europa.eu/media/48057/st05263-en21.pdf>

Coppola, F. (2019). *The Case For People's Quantitative Easing*. Polity

Cornillie, J., Delbeke, J., Egenhofer, C., Pandera, J., & Tagliapietra, S. (2024). *A clean industrial deal delivering decarbonisation and competitiveness* (STG Policy Papers 2024/28). European University Institute. <https://cadmus.eui.eu/entities/publication/20a43e38-9363-5529-9b97-ae99962d8dc1>

Costa, A. (2026, 24 de março). *Speech by President António Costa at SciencesPo - Paris School of International Affairs* [Transcrição de discurso]. European Council.

<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2026/03/24/speech-by-president-antonio-costa-at-sciencespo-paris-school-of-international-affairs/>

Cúrdia, V., & Woodford, M. (2011). The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 54-79.

<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.09.011>

Dafermos, Y., Nikolaidi, M., & Galanis, G. (2018a). *Can Green Quantitative Easing (QE) Reduce Global Warming* (Policy Brief 2018). Foundation for European Progressive Studies. <https://feeps-europe.eu/wp-content/uploads/downloads/publications/feeps%20gperc%20policybriefgreenqe.pdf>

Dafermos, Y., Nikolaidi, M., & Galanis, G. (2018b). Climate Change, Financial Stability and Monetary Policy, 152, p. 219–234. *Ecological Economics*. DOI:

10.1016/j.ecolecon.2018.05.011

Damen, M. (2022). *EU strategic autonomy 2013-2023: From concept to capacity* (PE 733.589). European Parliamentary Research Service. European Parliament.

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/733589/EPRS_BRI\(2022\)733589_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/733589/EPRS_BRI(2022)733589_EN.pdf)

Draghi, M. (2024a). *The future of European competitiveness: Part A – A competitiveness strategy for Europe*. Publications Office of the European Union. doi:10.2872/9356120

Draghi, M. (2024b). *The future of European competitiveness: Part B – In-depth analysis and recommendations*. European Commission.

https://commission.europa.eu/document/download/ec1409c1-d4b4-4882-8bdd-3519f86bbb92_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness_%20In-depth%20analysis%20and%20recommendations_0.pdf

English, W. B., Erceg, C. J., & Lopez-Salido, D. (2017). *Money-Financed Fiscal Programs: A Cautionary Tale* (Finance and Economics Discussion Series, 2017-60).

<https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.060>.

EU Debates | eudebates.tv. (2026, 4 de maio). *Strategic Autonomy Is Now Essential: Emmanuel Macron Calls for De-Risking Europe!* [Vídeo]. YouTube.

<https://www.youtube.com/watch?v=EqNGQZbim98>

Ferrari, A., & Nispi Landi, V. N. (2023). Toward a Green Economy: The Role of the Central Bank's Asset Purchases. *International Journal of Central Banking*, 19(5).

<https://www.ijcb.org/sites/default/files/journal/v19n5/ijcb-v19n5-toward-green-economy-role-central-banks-asset-purchases.pdf>

Fontan, C., Claveau, F., & Dietsch, P. (2016). Central banking and inequalities: Taking off the blinders. *Politics, Philosophy & Economics*, 15(4), 319-357.
<https://doi.org/10.1177/1470594X16651056>

Fratzscher, M. (2014). Capital Flow Policies, Monetary Policy and Coordination. In A. Heath & M. Reads (Eds.) *Financial Flows and Infrastructure* (pp.7-42). Reserve Bank of Australia. <https://www.rba.gov.au/publications/confs/2014/pdf/conf-vol-2014.pdf>

Friedman, M. (1969). *The optimum quantity of money, and other essays*. Aldine

Galí, J. (2020). The effects of a money-financed fiscal stimulus. *Journal of Monetary Economics*, 115, 1-19. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.08.002>

García Antón, R., & Woźniakowski, T. P. (2026). *Own Resources: A Transatlantic Perspective*. In M. Buti, G. Corsetti, & A. Peychev (Eds.), *Reconfiguring Europe in a Fractured Global Economy: The 2026 EMU LAB Florence Report* (pp.375-389). European University Institute.
<https://cadmus.eui.eu/server/api/core/bitstreams/832b1243-485f-4687-9eca-ea737510fbb4/content#page=397>

Gauweiler e outros c. Deutscher Bundestag, Processo C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400 (Tribunal de Justiça da União Europeia, 2015).
https://infocuria.curia.europa.eu/tabs/jurisprudence?lang=EN&searchTerm=C%252D62%252F14&publishedId=C-62%2F14&logicDocId=id_165057

Gehrke, T. (2021). Threading the Trade Needle on Open Strategic Autonomy. In N. Helwig (Ed.), *Strategic Autonomy and the Transformation of the EU: New Agendas for Security, Diplomacy, Trade and Technology* (FIIA Report 67) (pp.89-103). Finnish Institute of International Affairs. https://www.fia.fi/wp-content/uploads/2021/04/fia-report-67_niklas-helwig-et-al_strategic-autonomy-and-the-transformation-of-the-eu.pdf

Gehrke, T. (2022). EU Open Strategic Autonomy and the Trappings of Geoeconomics. *European Foreign Affairs Review*, 27(Special Issue), 61-78.
<https://doi.org/10.54648/ceer2022012>

Gern, K., Jannsen, N., Kooths, S., & Wolters, M. (2015). *Quantitative Easing in the Euro Area: Transmission Channels and Risks*. *Intereconomics*, 50(4), 206-212. DOI: 10.1007/s10272-015-0543-1

Gertler, M., & Karadi, P. (2013). QE 1 vs. 2 vs. 3 ...: A Framework for Analyzing Large-Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool. *International Journal of Central Banking*, 9(S1), 5-23. <https://www.ijcb.org/sites/default/files/journal/v9supplement-1/ijcb-v9nsupplement-1-qe-1-vs-2-vs-3-framework-analyzing-large-scale-asset-purchases-monetary-policy.pdf>

Gros, D., Alcidi, C., & De Groen, W. P. (2015). *Lessons from Quantitative Easing: Much ado about so little?* (CEPS Policy Brief n.º 330). Centre for European Policy Studies. https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2015/03/PB330_QuantitativeEasingwithbreaks_0.pdf

Gutiérrez Roa, T. (2026). From vulnerability to strategic autonomy: Discursive transformations In Eu energy security (2003–2024). *Energy Strategy Reviews*, 64, Artigo 102113. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2026.102113>

Haba, S., Izawa, K., Kishaba, Y., Takahashi, Y., & Yoneyama, S. (2025). *Measuring Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE): An Analysis Using the Macroeconomic Model Q-JEM* (Bank of Japan Working Paper Series n.º 25-E-2). Bank of Japan. https://www.BoJ.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2025/data/wp25e02.pdf

Hallak, I. (2025). *Savings and investments union: Overview and state of play* (PE 779.187). European Parliamentary Research Service. European Parliament. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/779187/EPRS_BRI\(2025\)779187_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/779187/EPRS_BRI(2025)779187_EN.pdf)

Hamilton, J. D., & Wu, J. C. (2011). The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment. *Journal of Money Credit and Banking*, 44, 3-46. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2011.00477.x>

Hammermann, F., Leonard, K., Nardelli, S., & von Landesberger, J. (2019). Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases. *Economic Bulletin Articles* (2). European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html

Helwig, N. (2020). *EU strategic autonomy: A reality check for Europe's global agenda* (FIIA Working Paper n.º 191). Finnish Institute of International Affairs. https://fii.fi/wp-content/uploads/2020/10/wp119_strategic_autonomy-2.pdf

- Höflmayr, M. (2021). *ECB monetary policy: Strategic review* (PE 698.050). European Parliamentary Research Service. European Parliament.
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/698050/EPRS_BRI\(2021\)698050_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/698050/EPRS_BRI(2021)698050_EN.pdf)
- Högenauer, A., & Mendes, J. (2025). The ECB's Evolving Mandate and High Independence: An Undemocratic Mix. *Politics and Governance*, 13, Artigo 9811.
<https://doi.org/10.17645/pag.9811>
- Holm-Hadulla, F., Musso, A., Rodriguez Palenzuela, D., Vlassopoulos, T. (2021). *Evolution of the ECB's analytical framework* (Occasional Paper Series n. ° 277). European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op277~a3fc2dd56e.en.pdf>
- Hool, A., Helbig, C., Wierink, G. (2023). Challenges and opportunities of the European Critical Raw Materials Act. *Mineral Economics*, 37, 661-668.
<https://doi.org/10.1007/s13563-023-00394-y>
- Humpage, O. F. (2016). *The Fed's Yield-Curve-Control Policy* (Economic Commentary 2016-15). Federal Reserve Bank of Cleveland. DOI 10.26509/frbc-ec-201615
- Ioannidis, M., Murphy, S. J. H., & Ziliolo, C. (2021). *The mandate of the ECB: Legal considerations in the ECB's monetary policy strategy review* (Occasional Paper Series n. ° 276). European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op276~3c53a6755d.en.pdf>
- Joyce, M. A. S., Lasasoa, A., Stevens, I., & Tong, M. (2011a). The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, 7(3), 113-161. <https://www.ijcb.org/sites/default/files/journal/v7n3/ijcb-v7n3-financial-market-impact-quantitative-easing-united-kingdom.pdf>
- Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. (2011b). *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact* (Quarterly Bulletin 2011 Q3). Bank of England. 200-212
<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2011/the-uks-quantitative-easing-policy-design-operation-and-impact.pdf>
- Kapp, D., & Parisi, L. (2026). *Unlocking Capital for Europe's Future*. In M. Buti, G. Corsetti, & A. Peychev (Eds.), *Reconfiguring Europe in a Fractured Global Economy: The 2026 EMU LAB Florence Report* (pp.443-462). European University Institute.
<https://cadmus.eui.eu/server/api/core/bitstreams/832b1243-485f-4687-9eca-ea737510fbb4/content#page=465>

- Kawamoto, T., Nakazawa, T., Kishaba, Y., Matsumura, K., & Nakajima, J. (2021). *Estimating Effects of Expansionary Monetary Policy since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) Using the Macroeconomic Model (Q-JEM)* (Bank of Japan Working Paper Series No.21-E-4). Bank of Japan.
https://www.BoJ.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2021/data/wp21e04.pdf
- Kivimaa, P., & Entsaló, H. (2026). Synergies and tensions between decarbonisation, security and strategic autonomy in EU energy policy. *Environmental Innovation and Societal Transitions*, 59, Artigo 101109. <https://doi.org/10.1016/j.eist.2026.101109>
- Kjaer, P. F. (2026). Securitizing Europe: From the Euro to Value Chains. In M. Buti, G. Corsetti, & A. Peychev (Eds.), *Reconfiguring Europe in a Fractured Global Economy: The 2026 EMU LAB Florence Report* (pp.93-106). European University Institute.
doi:10.2870/9206705
- Koenig, N. (2021). The EU as an Autonomous Defence Actor. In N. Helwig (Ed.), *Strategic Autonomy and the Transformation of the EU: New Agendas for Security, Diplomacy, Trade and Technology* (FIIA Report 67) (pp.55-67). Finnish Institute of International Affairs.
https://www.fia.fi/wp-content/uploads/2021/04/fia-report-67_niklas-helwig-et-al_strategic-autonomy-and-the-transformation-of-the-eu.pdf
- Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A., Gilchrist, S., & Philippon, T. (2011). The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy [with Comments and Discussion]. *Brookings Papers on Economic Activity*, (FALL 2011), 215–287. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/2011b_bpea_krishnamurthy.pdf
- Kroll, H. (2024). *Assessing Open Strategic Autonomy: A two-dimensional index to quantify EU-27 autonomy in industrial ecosystems and strategic technologies* (Report No. JRC136359). Publications Office of the European Union. doi:10.2760/767279
- Lane, P. R. (2025). *The digital euro: maintaining the autonomy of the monetary system* (SUERF Policy Note n.º 369). SUERF – The European Money and Finance Forum.
https://www.suerf.org/wp-content/uploads/2025/04/SUERF-Policy-Note-369_Lane.pdf
- Lane, P. R. (2026a, 5 de maio). *Climate change and monetary policy* [Transcrição de discurso]. European Central Bank.
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260505_1~2e47b4c747.en.html

- Lane, P. R. (2026b, 9 de janeiro). *The euro in a changing world* [Transcrição de discurso]. European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260109~7a044d36db.en.html>
- Lavery, S., McDaniel, S., & Schmid, D. (2022). European Strategic Autonomy: new agenda, old constraints (Version 1). Manchester Metropolitan University.
<https://hdl.handle.net/10779/mmu.32468538.v1>
- Letta, E. (2024). *Much More Than a Market: Speed, security, solidarity – Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens*. Conselho da União Europeia. <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- Lippert, B., Ondarza, N. v., & Perthes, V. (Eds.). (2019). *European strategic autonomy: actors, issues, conflicts of interests* (SWP Research Paper 4/2019). Stiftung Wissenschaft und Politik. <https://doi.org/10.18449/2019RP04>
- Macfarlane, L., & Mazzucato, M. (2018). *State investment banks and patient finance: An international comparison* (Working Paper IIPP WP 2018-01). Institute for Innovation and Public Purpose. https://www.ucl.ac.uk/bartlett/sites/bartlett/files/state-investment-banks-and-patient-finance-an-international-comparison_policy-report_mariana-mazzucato_laurie-macfarlane.pdf
- Matikainen, S., Campiglio, E., & Zenghelis, D. (2017). *The climate impact of quantitative easing* (Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment – Policy Paper). London School of Economics and Political Science.
https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al.pdf
- Matousek, R., Papadamou, S. T., Šević A., & Tzeremes, N. G. (2019). The effectiveness of quantitative easing: Evidence from Japan. *Journal of International Money and Finance*, 99, Artigo 102068. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.102068>
- Mejino-López, J., Wolff, G. B. (2024) *A European defence industrial strategy in a hostile world* (Policy Brief n.º 29/2024), Bruegel.
<https://www.bruegel.org/sites/default/files/2024-11/PB%2029%202024.pdf>
- Miró, J. (2023). Responding to the global disorder: the EU's quest for open strategic autonomy. *Global Society*, 37(3), 315–335.
<https://doi.org/10.1080/13600826.2022.2110042>

Monastiriotes, V., & Gamtkitsulashvili, T. (2025). *EU's Strategic Autonomy and Regional Development Objectives: Friends or Foes?* (EIQ Paper No. 191). London School of Economics and Political Science. <https://www.lse.ac.uk/asset-library/eiqpaper191.pdf>

Mooij, A. A. (2019). The Weiss judgment: The Court's further clarification of the ECB's legal framework: Case C-493/17 Weiss and others, EU:C:2018:1000. *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 26(3) 449–465.
<https://doi.org/10.1177/1023263X19837208>

Muellbauer, J. (2014, 23 de dezembro). *Combating Eurozone deflation: QE for the people*. CEPR. <https://cepr.org/voxeu/columns/combating-eurozone-deflation-qe-people>

Murphy, R., & Hines, C. (2010). *Green quantitative easing: Paying for the economy we need*. Finance for the Future. <https://www.financeforthefuture.com/GreenQuEasing.pdf>

Nissen, C., & Larsen, J. (2021). European strategic autonomy: from misconceived to useful concept: what can we learn from the Northern outlook? Danish Institute for International Studies. DIIS Policy Brief Vol. 2021 No. February.
<https://www.diis.dk/node/24596>

North Atlantic Treaty Organization. (2025, 25 de junho). *The Hague Summit Declaration*. <https://www.nato.int/en/about-us/official-texts-and-resources/official-texts/2025/06/25/the-hague-summit-declaration>

OECD (2025). *Progress in Implementing the European Union Coordinated Plan on Artificial Intelligence (Volume 1): Member States' Actions*. Paris: OECD Publishing.
<https://doi.org/10.1787/533c355d-en>

Parlamento Europeu. (2020, 12 de fevereiro). *ECB policy is working, but new challenges need new responses* [Comunicado de Imprensa].
<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20200206IPR72014/ecb-policy-is-working-but-new-challenges-need-new-responses>

PESCO (s.d.). *About*. Recuperado em 12 de agosto de 2026, de
<https://www.pesco.europa.eu/about/>

Pfeiffer, P., Varga, V., & Veld, J. (2023). Quantifying spillovers of coordinated investment stimulus in the EU. *Macroeconomic Dynamics*, 27(7), 1843–1865.
[doi:10.1017/S1365100522000487](https://doi.org/10.1017/S1365100522000487)

Ragonnaud, G. (2023). *Critical raw materials act* (PE 747.898). European Parliamentary Research Service. European Parliament.

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747898/EPRS_BRI\(2023\)747898_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747898/EPRS_BRI(2023)747898_EN.pdf)

Regulamento (UE) 2024/1263 do Parlamento Europeu e do Conselho de 29 de abril de 2024 relativo à coordenação eficaz das políticas económicas e à supervisão orçamental multilateral e que revoga o Regulamento (CE) n.º 1466/97 do Conselho. (2024). *Jornal Oficial da União Europeia*, L. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202401263

Reis, R. (2016). QE in the future: the central bank's balance sheet in a fiscal crisis. *IMF Economic Review*, 65(1), 71-112. DOI: 10.1057/s41308-017-0028-2

Rose, J. (2021). Yield Curve Control in the United States, 1942 to 1951. *Economic Perspectives*, (2). <https://doi.org/10.21033/ep-2021-2>

Rutte, M. (2026, 7 de julho). *Remarks by NATO Secretary General Mark Rutte and the President of the European Commission, Ursula von der Leyen at the Industry Forum event, The Capability Challenge: a NATO and EU conversation* [Transcrição de discurso]. NATO. <https://www.nato.int/en/news-and-events/events/transcripts/2026/07/07/remarks-by-nato-secretary-general-with-the-president-of-the-european-commission-and-the-industry-forum>

Ryan-Collins, J., Greenham, T., Werner, R. A., & Bernardo, G. (2013). *Strategic quantitative easing: Stimulating investment to rebalance the economy*. New Economics Foundation. https://new-economicsf.files.svdcn.com/production/files/e79789e1e31f261e95_ypm6b49z7.pdf

Samuel, M. G. (2025). O ReArm Europe/Prontidão 2030 e os Limites da Autonomia Estratégica: Uma Perspetiva Geoeconómica sobre Inovação, Financiamento e Soberania Tecnológica na UE. *Nação e Defesa*, (172), 37-55. <https://doi.org/10.47906/ND2025.172.02>

Schoenmaker, D. (2021). Greening monetary policy. *Climate Policy*, 21(4), 581–592. <https://doi.org/10.1080/14693062.2020.1868392>

Schnabel, I. (2021, 14 de junho), *From market neutrality to market efficiency* [Transcrição de discurso]. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html>

Shizume, M. (2018). *Historical Evolution of Monetary Policy (Goals and Instruments) in Japan: From the Central Bank of an Emerging Economy to the Central Bank of a Mature Economy*

(WINPEC Working Paper Series n.º E1803). Waseda Institute of Political Economy.
<https://www.waseda.jp/fpse/winpec/assets/uploads/2014/05/No.E1803.pdf>

Solana, J., & Goldoni, M. (2024). The legal nature of market neutrality in the euro area's monetary policy. *European Law Open*, 3(1), 7-49. Doi:10.1017/elo.2024.2

Tokarski, P. (2024). *The Euro in a World of Dollar Dominance: Between Strategic Autonomy and Structural Weakness* (SWP Research Paper 2). Stiftung Wissenschaft und Politik.
https://www.swp-berlin.org/publications/products/research_papers/2024RP02_Euro_Dollar_Dominance.pdf

Tratado da União Europeia (versão consolidada). (2016). *Jornal Oficial da União Europeia*, C 202/13. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b497-01aa75ed71a1.0019.01/DOC_2&format=PDF

Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia (versão consolidada). (2016). *Jornal Oficial da União Europeia*, C 202/47. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b497-01aa75ed71a1.0019.01/DOC_3&format=PDF

Tripl, M., Soete, L., Kivimaa, P., Schwaag Serger, S., Koundouri, P., & Pontikakis, D. (2024). *Addressing the regional dimension of open strategic autonomy and European green industrial policy: New perspectives and pathways for impact* (Report No. JRC136428). Publications Office of the European Union. <https://data.europa.eu/doi/10.2760/141776>

Tucker, P. (2022). *Quantitative easing, monetary policy implementation and the public finances* (IFS Report R223). Institute for Fiscal Studies. <https://ifs.org.uk/sites/default/files/2022-10/Quantitative-easing-monetary-policy-implementation-and-the-public-finances-Green-Budget-2022.pdf>

van Lerven, F. (2015). *Recovery in the Eurozone: Using Money Creation to Stimulate the Real Economy*. Positive Money. <https://www.datocms-assets.com/132494/1717793004-recovery-in-the-eurozone-final-web-ready-2015-12-11.pdf>

van Lerven, F. (2016a). *A guide to public money creation: Outlining the alternatives do quantitative easing*. Positive Money. <https://www.datocms-assets.com/132494/1718120493-public-money-creation-2.pdf>

van Lerven, F. (2016b). Quantitative Easing in the Eurozone: a One-Year Assessment. *Intereconomics*, 51(4), 237-242. <https://doi.org/10.1007/s10272-016-0608-9>

van't Klooster, J., & Fontan, C. (2020). The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases. *New Political Economy*, 25(6), 865–879.
<https://doi.org/10.1080/13563467.2019.1657077>

Varma, T. (2024). European Strategic Autonomy: The Path to a Geopolitical Europe. *The Washington Quarterly*, 47(1), 65–83.
<https://doi.org/10.1080/0163660X.2024.2327820>

von der Leyen, U. (2026, January 20). *Special Address by President von der Leyen at the World Economic Forum* [Transcrição de discurso]. European Commission.
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/Discurso_26_150

Weiss e outros, Processo C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000 (Tribunal de Justiça da União Europeia, 2018).
<https://infocuria.curia.europa.eu/tabs/jurisprudence?lang=EN&searchTerm=C%252D493%252F17>

Workstream 2: Monetary Policy Tools, Strategy and Communication. (2025). *Report on monetary policy tools, strategy and communication* (ECB Occasional Paper Series No. 372). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op372.en.pdf>

Work stream on climate change. (2021). *Climate change and monetary policy in the euro area* (ECB Occasional Paper Series No. 271). European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op271~36775d43c8.en.pdf>

Work stream on monetary-fiscal policy interactions. (2021). *Monetary-fiscal policy interactions in the euro area* (ECB Occasional Paper Series No. 273). European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op273~fae24ce432.en.pdf>

Wrange, J. (2025). Strategic autonomy: A ‘quantum leap forward on’ European total defence? *European Journal of International Security*, 1–22. doi:10.1017/eis.2025.100

ⁱ Tradução livre, no original: “Broadly defined as the Union’s ability to act independently to protect its strategic interests and build its own capabilities and resilience in an increasingly unstable geopolitical environment, strategic autonomy has expanded beyond defence into trade policy; energy policy; and the cyber domain. By linking disparate policy areas under the banner of security and capability building, strategic autonomy has signified the EU’s geopolitical awakening and the desire to reduce dependence on external actors” (Wrange, 2025, p.2).

ⁱⁱ Tradução livre, no original: “the introduction of strategic autonomy into EU external action discourse serves a double political objective: to ensure not only that the EU is able to shape the course of international relations through its external action, but also that it is able to act alone and uphold its own external policy choices if needed” (Beaucillon, 2023, p.418).

ⁱⁱⁱ Tradução livre, no original: “QE programmes aim to reduce financing costs, encourage bank lending, stimulate private spending, achieve a stable rate of inflation around a pre-announced target, and revive growth” (Matikainen, et al., 2017, p. 8).

^{iv} Tradução livre, no original: “the private sector collectively cannot change its asset holdings, attempts to rebalance portfolios will tend to raise the prices and lower the yields of non-money assets if money and non-money assets are imperfect substitutes” (Bernanke et al., 2004, p.19).

^v Tradução livre, no original: “quantitative easing may complement the expectations management approach by providing a visible signal to the public about the central bank’s intended future policies” (Bernanke et al., 2004, p.21).

^{vi} Tradução livre, no original: “if the public believes that the central bank will be hesitant to reverse large amounts of quantitative easing very quickly, perhaps because of the possible shock to money markets, this policy provides a way of underscoring the central bank’s commitment to keeping the policy rate at zero for an extended period. More speculatively, quantitative easing may work through a signalling channel if its implementation marks a general willingness of the central bank to break from the cautious and conventional policies of the past” (Bernanke, et al., 2004, p.21).

^{vii} Tradução livre, no original: “We define Green QE as a purchase program of green bonds by the central bank, financed with higher reserves.” (Ferrari & Nispi Landi, 2023, p.288)

^{viii} Tradução livre, no original: “Strategic QE aims to enhance the positive impact of QE on the real economy, so that credit is more strategically directed towards enterprises outside the financial sector, and to infrastructure projects” (van Lerven, 2016a, p.20).

^{ix} Tradução livre, no original: “While the ECB is guided by the principle of market neutrality, it is not per se a rule in primary law (Höflmayr, 2021, p.5)

^x Tradução livre, no original: “In the presence of market failures, adhering to the market neutrality principle may reinforce pre-existing inefficiencies that give rise to a suboptimal allocation of resources” (Schnabel, 2021, From market neutrality to market efficiency section, par. 4).

