



A CRISE DE DÍVIDA SOBERANA NA ÁREA DO EURO

Por

Mariana Pinho de Freitas Pinto

Dissertação de Mestrado em Economia

Orientada por

Prof. Doutor João Manuel de Matos Loureiro

2014

Nota Biográfica

Mariana Pinho de Freitas Pinto nasceu em Coimbra no dia 4 de abril de 1989. Cresceu em São João da Madeira, onde, em 2007, completou o ensino secundário na Escola Secundária Oliveira Júnior. Concluiu a sua licenciatura em Economia na Faculdade de Economia da Universidade do Porto em 2010. Nesse ano ingressou no Mestrado em Economia na mesma faculdade, com especialização em Modelação e Simulação Económica.

Após ter realizado um estágio de verão no Banco de Portugal, em 2012, começou a trabalhar em Auditoria Financeira na empresa Horwath & Associados, SROC, Lda.

Agradecimentos

A realização deste trabalho nunca teria sido possível sem a ajuda de um conjunto de pessoas às quais devo agradecimento.

Em primeiro lugar, aos meus pais, que são o meu maior apoio e fonte de inspiração. O vosso carinho e dedicação incondicionais definiram a pessoa que sou hoje e foram a minha maior motivação para a concretização deste trabalho.

Aos meus restantes familiares e amigos, pela constante confiança, compreensão e incentivo demonstrados.

A todos os professores da Faculdade de Economia da Universidade do Porto que me acompanharam na licenciatura e no mestrado, pela vossa disponibilidade e partilha de conhecimentos. Em especial, ao Prof. Doutor João Loureiro, por ter aceitado orientar este trabalho e cujos conselhos foram essenciais.

A todos, o meu sincero agradecimento.

Resumo/Abstract

Alguns países da Área do Euro vivem atualmente uma acentuada crise de dívida soberana. A crise financeira do *subprime* de 2007 e a recessão económica de 2009 revelaram várias fragilidades de alguns Estados-membros, nomeadamente ao nível das finanças públicas. Embora aquando da criação da União Económica e Monetária (UEM) tenham sido definidas regras orçamentais a serem cumpridas antes e após a adesão à UEM, essas regras nem sempre foram aplicadas e vários Estados-membros apresentam historiais de má gestão das finanças públicas e de indisciplina orçamental. Os mercados financeiros e as agências de *rating* reagiram em 2009, através da subida dos *spreads* das taxas de juro e da redução dos *ratings* das obrigações de dívida soberana. Face à pressão dos mercados financeiros e à consequente incapacidade de se conseguirem financiar diretamente nos mercados, a Grécia, Irlanda e Portugal requereram apoio financeiro externo à União Europeia e ao Fundo Monetário Internacional, estando em contrapartida sujeitos ao cumprimento de determinados objetivos e medidas.

Esta dissertação procura fazer uma análise retrospectiva da evolução de alguns indicadores associados às finanças públicas e sistematizar soluções de curto e de longo prazo que têm sido adotadas ou ponderadas no sentido de ultrapassar crises do tipo daquela em que caíram alguns países da Área do Euro. Conclui-se que, apesar de estarem a ser feitos esforços para resolução da crise, provavelmente será necessário implementar medidas adicionais, nomeadamente ao nível da condução das políticas orçamentais.

Some of the Eurozone countries are currently facing a severe sovereign debt crisis. The subprime mortgage crisis of 2007 and the economic recession of 2009 have revealed several weaknesses of some Member States, particularly concerning their public finances. Although at the time of the creation of Economic and Monetary Union (EMU) fiscal rules were established to be met before and after joining the EMU, these rules were not always fulfilled and several Member States have showed fiscal mismanagement and indiscipline. Financial markets and rating agencies have responded in 2009, by rising interest rate spreads and downgrading the ratings of sovereign bonds. Faced with financial markets pressures and being unable to borrow on financial markets

at reasonable interest rates, Greece, Ireland and Portugal required external financial support from the European Union and the International Monetary Fund, being in return subject to the fulfillment of certain goals and reforms.

This dissertation aims to make an analysis of the evolution of some fundamentals related to public finances and to summarize some short and long term solutions that have been adopted or suggested in order to remedy sovereign debt crises. The conclusion drawn is that, despite there are being made efforts to solve the current crisis, additional reforms will probably be necessary, particularly in terms of the conduct of fiscal policies.

Índice

Nota Biográfica.....	i
Agradecimentos	ii
Resumo/Abstract	iii
Índice	v
1. Introdução	1
2. A origem da crise de dívidas soberanas: O antes e o período do Euro.....	5
2.1 Período pré-Euro.....	6
2.2 Período do Euro	17
3. Área do Euro no curto prazo: Os programas de ajustamento.....	27
3.1 Grécia	28
3.2 Irlanda	40
3.3 Portugal	52
4. Área do Euro no longo prazo: Medidas de correção e prevenção de crises	61
4.1 O Pacto de Estabilidade e Crescimento e as suas reformas	61
4.2 O Semestre Europeu.....	68
4.3 Euro-obrigações	70
4.4 União bancária	74
5. Notas Finais	79
6. Referências Bibliográficas.....	82

1. Introdução

“Achieving and sustaining sound positions in public finances is essential to raise output and employment in Europe. Low public debt and deficits help maintain low interest rates, facilitate the task of monetary authorities in keeping inflation under control and create a stable environment which fosters investment and growth.”

(Comissão Europeia, 2000a)

Com a assinatura do Tratado de Roma em março de 1957 iniciou-se um processo de integração económica dos países europeus, através da criação de uma União Aduaneira, a qual se traduziu na eliminação de direitos aduaneiros sobre as transações realizadas entre Estados-membros. Mais recentemente, a 7 de fevereiro de 1992, na cidade de Maastricht, foi assinado pelos países membros da Comunidade Económica Europeia (CEE) o Tratado da União Europeia. Este tratado tem como principais objetivos a promoção do progresso económico e social equilibrado e sustentável, a criação de uma política externa e de segurança comum a todos os Estados-membros, a defesa dos direitos dos cidadãos europeus e a instauração de uma União Económica e Monetária (UEM). A criação desta união monetária, doravante designada de Área do Euro, concretizou-se em 1999, tendo como países fundadores a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal. Em 2001, a Grécia passou a fazer parte deste conjunto de países e, posteriormente, mais seis países da União Europeia aderiram à Área do Euro: Eslovénia (2007), o Chipre e Malta (2008), a Eslováquia (2009), a Estónia (2011) e a Letónia (2014).

A criação da UEM implicou que os Estados-membros abdicassem de autonomia relativamente às políticas monetária e cambial, passando estas a serem conduzidas de forma independente e supranacional pelo Banco Central Europeu (BCE). Sendo assim, os países passaram apenas a dispor da gestão da política orçamental como instrumento de suavização dos ciclos económicos. Isto significa que cada país apenas pode utilizar a política orçamental como resposta a um choque específico do próprio país e, no caso de um choque comum, no qual é previsível que exista uma intervenção do BCE, a política orçamental terá ou poderá ter uma função complementar na gestão da conjuntura.

Dado existir uma descentralização das políticas orçamentais na UEM, isto é, cada país tem liberdade para definir o seu Orçamento do Estado, torna-se fundamental a exigência de disciplina e coordenação entre os países relativamente à condução das políticas orçamentais, nomeadamente, para que decisões erradas tomadas por alguns Estados-membros ao nível das suas finanças públicas não tenham efeitos *spillover* negativos sobre os restantes.

Esta necessidade de disciplina orçamental na UEM está prevista no conjunto de regras que os Estados-membros têm de respeitar para que possam aderir à moeda única. São cinco os requisitos designados como “critérios de convergência”, os quais estão definidos no Tratado de Maastricht (artigo 109º-J) e em dois Protocolos anexados ao Tratado e dizem respeito à estabilidade de preços e dos câmbios, à sustentabilidade das finanças públicas e à convergência das taxas de juro. Era ainda necessário definir regras a serem cumpridas pelos Estados-membros após a sua entrada na UEM, o que foi concretizado com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Conforme ilustrado no capítulo dois, o cumprimento do Pacto nem sempre foi observado ao longo dos quase 16 anos de vida da UEM, o que minou a sua credibilidade. No entanto, tem havido esforços no sentido de melhorar o Pacto, traduzidos nas alterações do mesmo em 2005, em 2011 e em 2013.

A importância da solidez das finanças públicas dos Estados-membros da Área do Euro acabou, infelizmente, por ser comprovada com as atuais crises de dívida soberana de alguns países da Área do Euro. A crise de crédito *subprime*, que teve origem nos Estados Unidos da América (EUA) em 2007, e a subsequente recessão económica, com início em 2009, podem ser apontadas como os principais detonadores das crises de dívidas soberanas, por terem tornado evidentes fragilidades de alguns países da Área do Euro, nomeadamente os seus excessivos níveis de défices orçamentais e *stocks* de dívida pública e a sua falta de competitividade externa.

A Grécia tem sido um dos países mais afetados por estas crises. A insustentabilidade das suas finanças públicas originou uma crise de confiança dos mercados financeiros e das agências de *rating* em 2009, o que resultou numa subida dos *spreads* das taxas de juro das obrigações de dívida soberana grega e na descida dos *ratings* dessas obrigações. Na Primavera de 2010, a Grécia decidiu requerer apoio financeiro externo à União Europeia (UE) e ao Fundo Monetário Internacional (FMI),

por não conseguir obter financiamento diretamente nos mercados financeiros. Desde então, a atual crise tornou-se cada vez mais preocupante e acabou por assumir uma dimensão sistémica.

Em 2011, dois outros países tomaram a mesma decisão: a Irlanda e Portugal. A origem da crise de dívida soberana na Irlanda é muito distinta da origem das crises grega e portuguesa, dado que a Irlanda não apresentava os mesmos históricos de défices orçamentais e dívidas públicas insustentáveis. Pelo contrário, era vista como um país exemplar. A principal justificação para o problema nas contas públicas irlandesas resume-se ao elevado grau de dependência da economia irlandesa relativamente aos setores imobiliário e da construção, os quais se ressentiram com a crise financeira de *subprime* de 2007. O crescimento económico e o nível de emprego do país reduziram e os bancos irlandeses, que tinham sido os principais financiadores do investimento das famílias e das empresas na construção e na compra e venda de habitações, viram os seus ativos a desvalorizar substancialmente. O governo irlandês decidiu injetar capital no setor bancário para prevenir a insolvência de alguns bancos, o que deteriorou substancialmente as contas públicas irlandesas. Essa deterioração associada à subida dos *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas e à descida dos *ratings* dessas obrigações motivou a Irlanda a requerer ajuda financeira externa à UE e ao FMI.

O caso português é muito semelhante ao grego, ainda que em menor dimensão. Portugal era um país pouco competitivo e com graves problemas nas contas públicas, que foi consideravelmente afetado pela recessão económica da Área do Euro iniciada em 2009. À semelhança da Grécia, a recessão contribuiu para um aumento dos *spreads* das suas taxas de juro e numa descida dos seus *ratings*, o que dificultou o acesso do Estado português aos mercados para se financiar. Em junho de 2011, Portugal decidiu pedir apoio financeiro externo.

Inspirada pelas atuais crises de dívida soberana, esta dissertação tem um duplo objetivo. Inicialmente, pretende compreender o caminho que conduziu à atual situação das contas públicas dos países da Área do Euro. O segundo propósito consiste em efetuar uma sistematização das diferentes soluções de curto e longo prazo que têm sido apontadas no sentido de ultrapassar crises como as atuais. A dissertação está organizada da seguinte forma: o capítulo 2 pretende responder ao primeiro objetivo da dissertação, fazendo uma análise retrospectiva da evolução de alguns indicadores relativos às

finanças públicas e de outros indicadores afins, como as taxas de crescimento económico e as taxas de juro, dos países da Área do Euro desde meados dos anos 1990 até 2013; o capítulo 3 começa por concretizar o primeiro objetivo da dissertação para os casos específicos da Grécia, Irlanda e Portugal e sintetiza algumas soluções de curto prazo encontradas para estes países que constam, nomeadamente, dos programas de ajustamento; o capítulo 4 resume algumas soluções de longo prazo identificadas para os problemas de dívida soberana da Área do Euro, nomeadamente as reformas do PEC, a criação de uma união bancária, a definição do Semestre Europeu e a possibilidade de implementação de euro-obrigações. No final, são feitas algumas notas finais.

2. A origem da crise de dívidas soberanas: O antes e o período do Euro

O Tratado da União Europeia, assinado pelos Estados-membros da Comunidade Económica Europeia a 7 de fevereiro de 1992 na cidade de Maastricht, definiu a criação da Área do Euro. Este tratado, igualmente designado de Tratado de Maastricht, tem como objetivos principais a instauração de uma União Económica e Monetária europeia, assim como a promoção do progresso económico e social equilibrado e sustentável, a criação de uma política externa e de segurança comum a todos os Estados-membros e a defesa dos direitos dos cidadãos europeus. A Área do Euro foi fundada em 1999 por um conjunto de 11 países: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal. Em 2001, a Grécia passou a fazer parte deste conjunto de países. Posteriormente, mais seis países da União Europeia aderiram à Área do Euro: Eslovénia (2007), o Chipre e Malta (2008), a Eslováquia (2009), a Estónia (2011) e a Letónia (2014).

A criação da união monetária europeia foi marcada desde início por otimismo por parte dos mercados financeiros, evidenciado pela redução das taxas de juro e pelo aumento da procura de investimento nos países fundadores. No entanto, a debilidade das contas públicas de vários países europeus, evidenciada pelos seus elevados défices orçamentais e níveis crescentes de dívida pública, suscitou consideráveis dúvidas relativamente à suficiência dos critérios de Maastricht e do PEC em conseguirem garantir a sustentabilidade das finanças públicas dos Estados-membros.

Ao analisarmos dados desde 1995 até 2013, podemos constatar que as exigências impostas pelas regras definidas nos critérios e no PEC não foram suficientes para controlar a indisciplina orçamental dos países com históricos de má gestão das finanças públicas. Apesar dos Estados-membros terem feito esforços significativos para atingir os objetivos propostos por estas regras, muitas das soluções encontradas por vários destes países tinham efeitos de curto prazo, adiando assim os custos associados a essas soluções para o futuro e propiciando o surgimento das atuais crises de dívida soberana na Área do Euro.

Para melhor compreendermos a necessidade de disciplina orçamental no contexto da União Monetária europeia, iremos neste capítulo analisar a evolução de indicadores associados às finanças públicas, assim como de indicadores relacionados com a

competitividade dos países, como o crescimento económico e a balança corrente. Esta análise justifica-se pelo facto de alguns destes países apresentarem simultaneamente défices orçamentais e défices externos (denominados de défices gémeos), assim como baixo crescimento económico. Se esses países conseguissem, nomeadamente, aumentar as suas exportações e, assim, diminuir os seus défices externos, conseguiriam fomentar o seu crescimento e reduzir os seus défices orçamentais.

Dado que a entrada na UEM dos últimos seis países foi tardia, tendo o primeiro desses países aderido à moeda única no ano de início da crise financeira, optámos por apenas analisar a evolução dos indicadores macroeconómicos dos onze países fundadores e da Grécia (doravante, designados de AE 12). Adicionalmente, dado que o enquadramento macroeconómico em que os Estados-membros estiveram inseridos antes e após a adesão à moeda única é distinto, dividimos a nossa análise neste capítulo em dois subperíodos: um primeiro correspondente à convergência para a UEM, entre 1995 e 1998, o período pré-Euro, e um outro compreendido entre 1999 e 2013, que corresponde ao período posterior à adesão à moeda única, o Período Euro.

2.1 Período pré-Euro

A assinatura do Tratado da União Europeia, em 1992, e os anos imediatamente a seguir marcaram um ponto de viragem no modo de condução das políticas macroeconómicas por parte dos Estados-membros. Este Tratado definiu um conjunto de condições prévias que os países teriam de cumprir para que fossem considerados como aptos à adesão à Área do Euro, designados de critérios de convergência. Todos os países da União Europeia que cumprissem os cinco critérios teriam o direito e a obrigação de fazer parte da UEM, com a exceção do Reino Unido e da Dinamarca. Estes dois países dispõem de cláusulas *opt-out*, ou seja, têm a opção de nunca pertencerem à UEM, mesmo que cumpram os critérios. Enquanto no caso do Reino Unido, essa cláusula tratou-se de uma exigência para estar disposto a assinar o Tratado de Maastricht, na Dinamarca consistiu numa “solução de recurso” face ao resultado negativo no referendo ao Tratado feito nesse país (Loureiro, 2008).

De acordo com o artigo 109º-J do Tratado de Maastricht na sua versão original, o défice orçamental não deve ser excessivo, ou seja, será considerado excessivo se ultrapassar, em termos relativos do Produto Interno Bruto (PIB), os 3 por cento (embora

se ultrapassar, poderá não ser considerado excessivo caso esteja a convergir para esse valor de forma substancial e contínua ou apenas representar uma situação “meramente excecional e temporária”), e o rácio da dívida pública não deve exceder os 60 por cento ou, em caso contrário, deverá estar a convergir para esse valor “de forma satisfatória”. Os restantes três critérios de convergência são: a estabilidade de preços (no ano anterior ao da avaliação do cumprimento das regras, a taxa de inflação do país não pode exceder, no máximo, em mais de 1,5 pontos percentuais (p.p.) a média das taxas verificadas nos três Estados-membros com melhores resultados no que diz respeito à estabilidade de preços), a participação no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu (pelo menos, nos últimos dois anos anteriores à adesão à UEM) e a convergência das taxas de juro (no ano anterior ao da análise, a taxa de juro nominal média a longo prazo não pode exceder em mais de 2 p.p. a taxa dos três países com melhores resultados relativamente à estabilidade de preços).

O nosso enfoque será sobre os dois critérios relativos às finanças públicas. O objetivo destes dois critérios consiste em garantir disciplina e estabilidade orçamentais na Área do Euro, de tal forma que as contas públicas dos Estados-membros sejam sustentáveis e que os países com graves desequilíbrios orçamentais não prejudiquem os restantes Estados-membros, nem forcem a monetização da dívida soberana pelo Eurosistema¹. Embora estejam definidos valores de referência máximos para o défice orçamental e para a dívida pública, apenas o limite do défice tem de ser formalmente cumprido para que um país possa aderir à moeda única. No caso da dívida pública, o valor de referência poderá não ser cumprido, mas terá de existir uma convergência para o limiar definido. Todavia, mesmo que os défices orçamentais se mantenham abaixo do fixado como máximo aceite, é necessário atender ao facto de que défices sucessivos podem resultar num aumento da dívida pública, dependendo da evolução do PIB e da taxa de juro, gerando um efeito “bola de neve”.

Relativamente aos valores definidos como máximos aceites para os dois indicadores (3 por cento e 60 por cento face ao PIB, para o défice orçamental e a dívida pública, respetivamente), uma das justificações atribuídas à escolha dos valores de referência diz respeito à “regra de ouro das finanças públicas”. De acordo com esta regra, as receitas correntes devem ser suficientes para compensar as despesas correntes,

¹ O Eurosistema é a autoridade monetária da Área do Euro e é constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros da Área do Euro.

servindo, portanto, os empréstimos apenas para financiar o investimento público. O objetivo principal da regra consiste em não permitir que o endividamento seja utilizado para financiar despesa corrente, mas sim apenas em investimentos para o futuro.

Tabela 2.1: Saldos orçamentais dos países da AE 11, 1995-1998 (% PIB)

Países	Dados revistos				Dados em tempo real
	1995	1996	1997	1998	1997
Alemanha	-9,5	-3,4	-2,8	-2,3	-2,7
Áustria	-5,9	-4,1	-1,9	-2,5	-2,5
Bélgica	-4,5	-4,0	-2,3	-1,0	-2,1
Espanha	-7,2	-5,5	-4,0	-3,0	-2,6
Finlândia	-6,1	-3,4	-1,3	1,7	-0,9
França	-5,5	-4,0	-3,3	-2,6	-3,0
Holanda	-9,2	-1,9	-1,2	-0,9	-1,4
Irlanda	-2,2	-0,3	1,3	2,1	0,9
Itália	-7,4	-7,0	-2,7	-2,9	-2,7
Luxemburgo	2,4	1,2	3,7	3,4	1,7
Portugal	-5,4	-4,8	-3,7	-3,9	-2,5
AE 18	-7,5	-4,3	-2,8	-2,4	-2,4

Fonte: AMECO (dados à data de 24.07.2014) e Comissão Europeia (1998).

A tabela 2.1 apresenta os valores revistos² dos saldos orçamentais dos países da AE 11 (os 11 Estados-membros fundadores da Área do Euro) e da média dos atuais 18 países pertencentes à Área do Euro (AE 18) relativizados pelo PIB nos quatro anos antecedentes à criação da Área do Euro. Adicionalmente, incluímos os dados em tempo real (os dados disponíveis à data) de 1997, atendendo a que os dados conhecidos atualmente resultaram de revisões estatísticas feitas ao longo dos anos. Derivado deste facto, podemos constatar desde logo que alguns países que foram considerados como aptos à adesão à UEM em 1998 não o seriam de acordo com os dados revistos.

² De ressaltar que este tipo de dados está sujeito a revisão e, por isso, incluímos nas figuras e nas tabelas a data em que consultámos os dados.

A tabela 2.2 apresenta os *stocks* revistos da dívida pública dos países da AE 11 e da AE 18 nos quatro anos antecedentes à instituição da UEM e os dados em tempo real em 1996 e 1997. No caso da dívida pública, analisamos dois anos em tempo real, pois o valor de referência (60 por cento face ao PIB) não tem de ser cumprido escrupulosamente, desde que tenha existido uma convergência para esse valor.

Tabela 2.2: Dívida pública dos países da AE 11, 1995-1998 (% PIB)

Países	Dados revistos				Dados em tempo real	
	1995	1996	1997	1998	1996	1997
Alemanha	55,6	58,5	59,8	60,5	60,4	61,3
Áustria	68,2	68,1	64,1	64,4	69,5	66,1
Bélgica	130,2	127,2	122,5	117,2	126,9	122,2
Espanha	63,3	67,5	66,2	64,2	70,1	68,8
Finlândia	56,6	57,0	53,9	48,4	57,6	55,8
França	55,5	58,1	59,5	59,6	55,7	58,0
Holanda	76,1	74,1	68,2	65,7	77,2	72,1
Irlanda	80,1	72,1	63,6	53,0	72,7	66,3
Itália	120,9	120,2	117,5	114,3	124,0	121,6
Luxemburgo	7,4	7,4	7,4	7,1	6,6	6,7
Portugal	59,2	58,2	55,5	51,8	65,0	62,0
AE 18	72,0	73,7	73,2	72,8	73,0	72,1

Fonte: AMECO (dados à data de 24.07.2014) e Comissão Europeia (1998).

Dado que a Grécia apenas aderiu à moeda única em 2001 e, portanto, os anos de referência para a análise de aptidão à sua entrada para a Área do Euro são distintos dos da AE 11, apresentamos na tabela 2.3 os saldos orçamentais e os *stocks* de dívida pública revistos da Grécia entre 1997 e 2000 e em tempo real em 1998 e 1999. É necessário ressaltar que, no caso concreto da Grécia, o Eurostat questionou em 2004 a fiabilidade dos dados fornecidos pelo país relativamente aos anos em análise, nomeadamente pela errada contabilização das despesas militares e de injeções de capital em empresas e entidades públicas (Eurostat, 2004 e Koen e van den Noord, 2005).

Tabela 2.3: Saldos orçamentais e dívida pública da Grécia, 1997-2000 (% PIB)

Grécia	Dados revistos				Dados em tempo real	
	1997	1998	1999	2000	1998	1999
Saldo Orçamental	-5,9	-3,9	-3,1	-3,8	-3,1	-1,6
Dívida Pública	97,5	95,4	94,9	104,4	105,4	104,4

Fonte: AMECO (dados à data de 24.07.2014) e Comissão Europeia (2000b).

Todos os países da nossa amostra realizaram esforços de consolidação orçamental durante este período, resultando na generalidade dos casos na diminuição dos seus défices e dívidas públicas. O Luxemburgo foi o único país que apresentou sucessivamente excedentes orçamentais e *stocks* de dívida pública reduzidos. Em contrapartida, a Bélgica e a Itália apresentaram *stocks* de dívida constantemente superiores a 100 por cento do PIB, ainda que a tendência fosse decrescente. A Grécia terá conseguido cumprir os critérios em 1999. No entanto, conforme mencionado anteriormente, no caso grego, uma auditoria do Eurostat revelou que os dados fornecidos pelo governo grego estavam falseados.

Apesar de se verificar este sucesso na convergência das contas públicas, não havia garantia de que o mesmo não fosse temporário e de que, após a entrada na Área do Euro, os países não iriam “relaxar” a condução das suas políticas orçamentais. Foi o que acabou por se verificar, conforme veremos na segunda parte deste capítulo.

Adicionalmente, parte do ajustamento orçamental concretizado por alguns países foi alcançado com recurso a medidas excecionais com efeitos diferidos no tempo, isto é, medidas que favoreceram a redução dos défices orçamentais no curto prazo, mas que transferiram os custos associados para o médio e longo prazo. Isto significa que existia uma forte probabilidade de os valores de défice e dívida pública obtidos não serem sustentáveis e de voltarem a aumentar. Exemplos deste tipo de medidas tomadas pelos governos são o compromisso do pagamento futuro de pensões de trabalhadores de empresas privadas a troco de transferências de fundos dessas pensões (caso da Áustria, França e Portugal), privatização de empresas públicas (Grécia), a criação de um “imposto especial da Europa”³ (Itália) ou a obtenção de receitas de impostos sobre

³ Este “imposto especial” consistiu numa medida *one-off* que apenas se verificou em 1997 para que a Itália cumprisse o critério do défice orçamental, sendo devolvido aos contribuintes nos anos seguintes.

ganhos de capital resultantes de privatizações de *holdings* públicas (Portugal) (Loureiro, 1999 e Koen e van den Noord, 2005). Podendo as consolidações orçamentais ser concretizadas via receita e/ou despesa, coloca-se a questão sobre qual foi a opção tomada por cada um dos Estados-membros durante este período de convergência.

De acordo com a literatura predominante⁴, um ajustamento orçamental será mais bem-sucedido se for realizado principalmente via cortes na despesa. Uma consolidação baseada apenas em aumentos da receita, nomeadamente, através do aumento das taxas de imposto, não será sustentável no médio e longo prazo, entre outras razões, por não se tratar de uma medida popular entre os eleitores. Na tabela 2.4 podemos observar as variações percentuais das receitas e despesas dos países da AE 12, nos três anos anteriores à sua entrada na Área do Euro.

Tabela 2.4: Variações da proporção das receitas e despesas sobre o PIB dos países da AE 12 nos anos precedentes à sua entrada na UEM (p.p.)

País	3 anos antes		2 anos antes		Ano anterior	
	Receitas	Despesas	Receitas	Despesas	Receitas	Despesas
Alemanha	0,3	-5,8	-0,2	-0,8	0,2	-0,2
Áustria	1,3	-0,4	-0,2	-2,4	-0,3	0,2
Bélgica	0,8	0,3	0,5	-1,3	0,5	-0,8
Espanha	0,5	-1,2	-0,1	-1,6	0,4	-0,6
Finlândia	1,3	-1,4	-1,4	-3,5	-0,7	-3,6
França	1,5	0,1	0,4	-0,3	-0,7	-1,4
Grécia	1,5	-0,5	0,9	0,1	1,6	2,3
Holanda	0,3	-7,0	-1,2	-1,9	-0,5	-0,9
Irlanda	0,2	-1,7	-0,8	-2,4	-1,3	-2,0
Itália	0,4	0,0	2,0	-2,2	-1,3	-1,1
Luxemburgo	0,2	1,4	2,0	-0,5	0,1	0,4
Portugal	1,0	0,5	0,3	-0,8	-0,3	-0,1

Fonte: AMECO (dados à data 24.07.2014).

Conforme podemos observar na tabela, com a exceção da Grécia e do Luxemburgo, os países optaram por consolidações via redução da despesa ou através da

⁴ Por exemplo, von Hagen e Strauch (2001), McDermott e Wescott (1996) e Comissão Europeia (2000a).

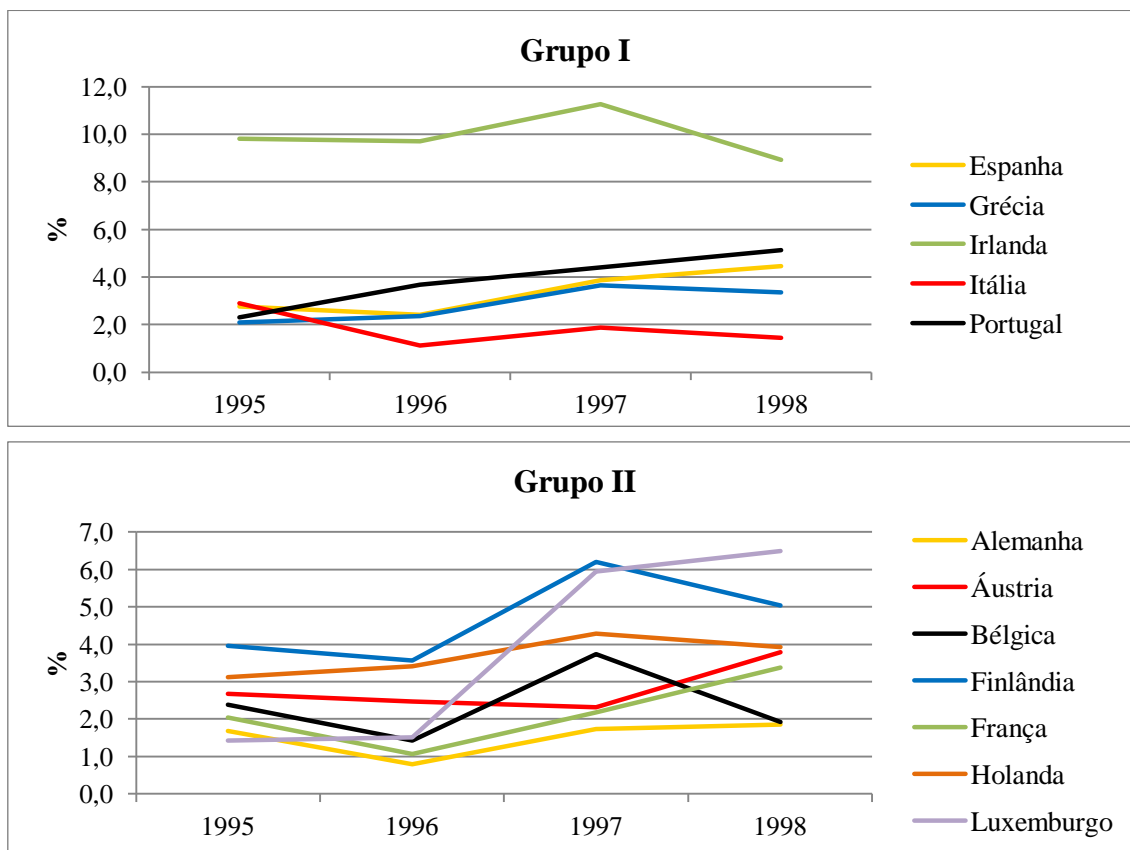
combinação entre acréscimo da receita e diminuição da despesa. Na maioria dos casos, a redução da despesa foi superior ao aumento da receita. Por um lado, a Holanda, a Finlândia e a Alemanha foram os países que conseguiram durante estes três anos as maiores reduções na sua despesa pública (9,8 p.p, 8,6 p.p. e 6,9 p.p., respetivamente). Estes resultados foram conseguidos, principalmente, através da redução das transferências correntes e do consumo público (Instituto Monetário Europeu, 1998). Por outro lado, as receitas em termos relativos do PIB da Grécia, do Luxemburgo e da Bélgica foram as que mais aumentaram durante este período (4,1 p.p., 2,3 p.p. e 1,8 p.p., respetivamente). A Grécia e a Bélgica aumentaram os impostos indiretos (no caso concreto da Grécia, os impostos sobre transações de capital), enquanto o Luxemburgo não teve de executar uma consolidação orçamental, dado que apresentou ao longo dos anos, conforme dito anteriormente, saldos orçamentais positivos (Comissão Europeia, 2000a).

Podemos concluir, com base nestes resultados e de acordo com a opinião predominante na literatura, que a maioria dos Estados-membros tinha uma forte probabilidade de ser bem-sucedida na sua consolidação orçamental. No entanto, conforme mencionado anteriormente, é necessário atender a que vários países desta amostra recorreram a “contabilidade criativa”, o que significa que as finanças públicas dos Estados-membros poderiam não estar tão sólidas quanto os resultados dos indicadores analisados faziam crer. Adicionalmente, coloca-se novamente a questão de que, uma vez alcançado o seu objetivo, os governos poderiam acabar por relaxar a condução da política orçamental, o que iria contra o objetivo inicial dos critérios de convergência.

Uma forma de avaliarmos se existia ou não solidez das finanças públicas no período pré-Euro consiste na análise da influência de fatores cíclicos nas contas públicas. O facto do défice orçamental de alguns países ter diminuído durante o processo de convergência pode não resultar exclusivamente das medidas de consolidação que os Estados-membros adotaram, mas igualmente da melhoria na atividade económica. A figura 2.1 apresenta as taxas de crescimento real do PIB dos países da AE 12 entre 1995 e 1998 e a figura 2.2 os saldos orçamentais ciclicamente ajustados dos mesmos países em igual período.

As figuras encontram-se divididas em dois grupos de países: o grupo I corresponde ao conjunto de países periféricos que apresentam atualmente as maiores dificuldades ao nível das contas públicas, isto é, Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal, e o grupo II é constituído pelos restantes países fundadores, ou seja, Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Holanda e Luxemburgo.

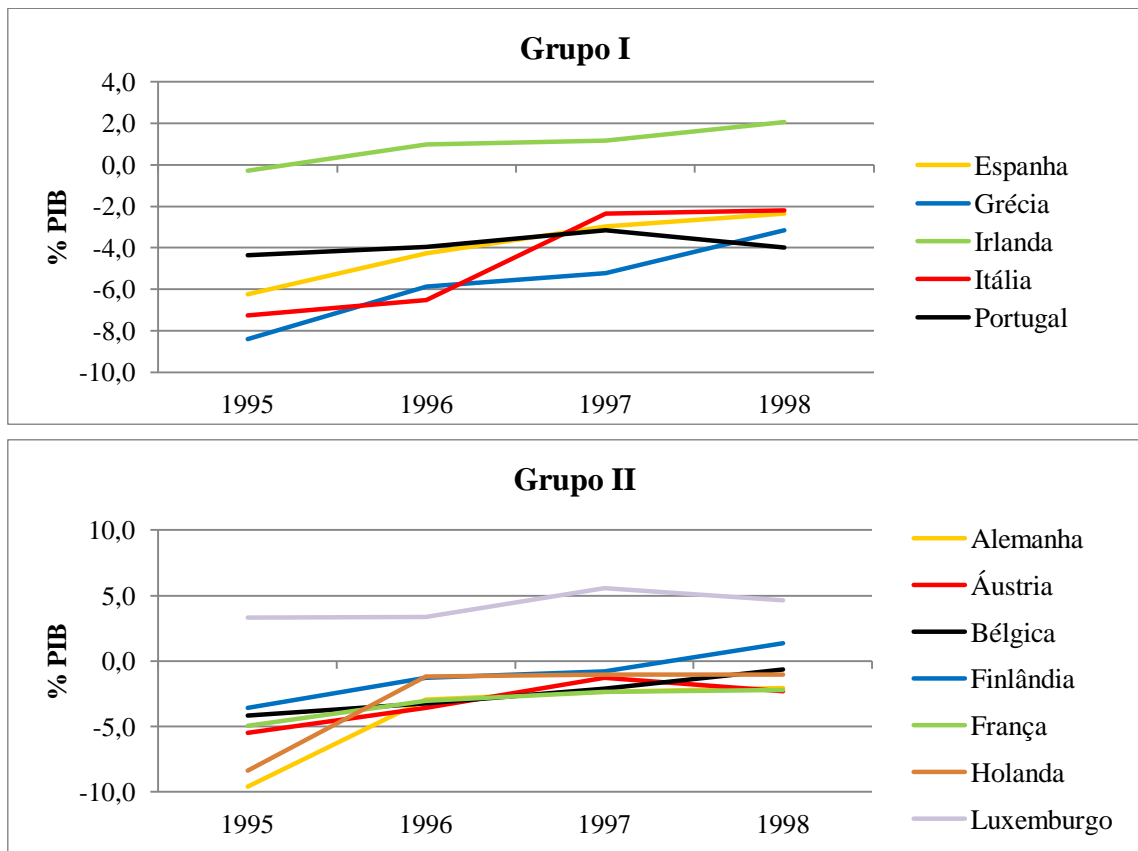
Figura 2.1: Taxas de crescimento do PIB dos países da AE 12, 1995-1998 (%)



Fonte: AMECO (dados à data de 24.07.2014).

De acordo com a figura 2.1, na generalidade dos países, com a exceção da Áustria, a taxa de crescimento do PIB foi maior em 1997 do que em 1996. Este efeito teve um impacto positivo direto no denominador e, portanto, contribuiu para o decréscimo dos défices orçamentais. Adicionalmente, a própria conjuntura económica influenciou o saldo orçamental, através dos estabilizadores automáticos. Nessa fase de crescimento, os estabilizadores automáticos atuaram de forma a aumentar os saldos orçamentais (ver figura 2.2).

Figura 2.2: Saldos orçamentais ciclicamente ajustados dos países da AE 12, 1995-1998 (% PIB)



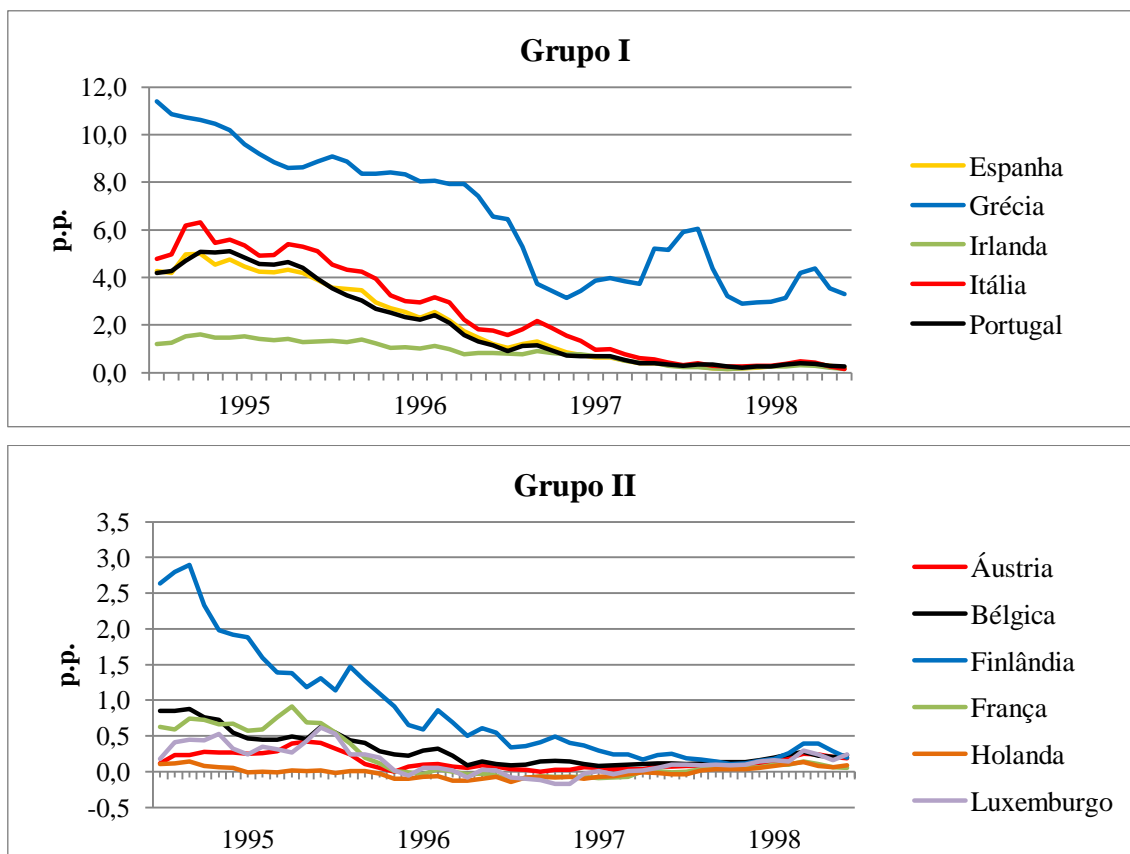
Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

O crescimento económico verificado na figura 2.1 era positivamente sustentado pela redução das taxas de juro de mercado, ilustradas na figura 2.3, que apresenta os *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas dos países da AE 12 face às obrigações soberanas alemãs, as *Bunds*, para o período compreendido entre 1995 e 1998. A escolha da utilização das taxas de juro das *Bunds* como referência para as restantes justifica-se pelo historial de medidas anti-inflacionistas da Alemanha e por as obrigações alemãs serem perspetivadas pelo mercado como *safe heaven*, ou seja, obrigações com risco associado muito reduzido (Barrios et al., 2009 e Arghyrou e Kontonikas, 2011). Sendo assim, se o *spread* de um determinado país fosse muito elevado face às obrigações alemãs, perspetivava-se que as obrigações soberanas desse país tivessem um risco associado substancial.

Pela análise da figura 2.3, verificamos que no período pré-Euro as taxas de juro das obrigações soberanas de todos os países convergiram para as taxas das *Bunds*. Esta

convergência ocorreu, porque os mercados começaram a perceber quais os países que iam entrar na UEM e que o risco desses Estados-membros passaria a ser semelhante ao da Alemanha, com o desaparecimento do risco cambial.

Figura 2.3: *Spreads* das taxas de juro de obrigações soberanas a 10 anos dos países da AE 12 face às obrigações soberanas alemãs, dados mensais, 1995-1998 (p.p.)

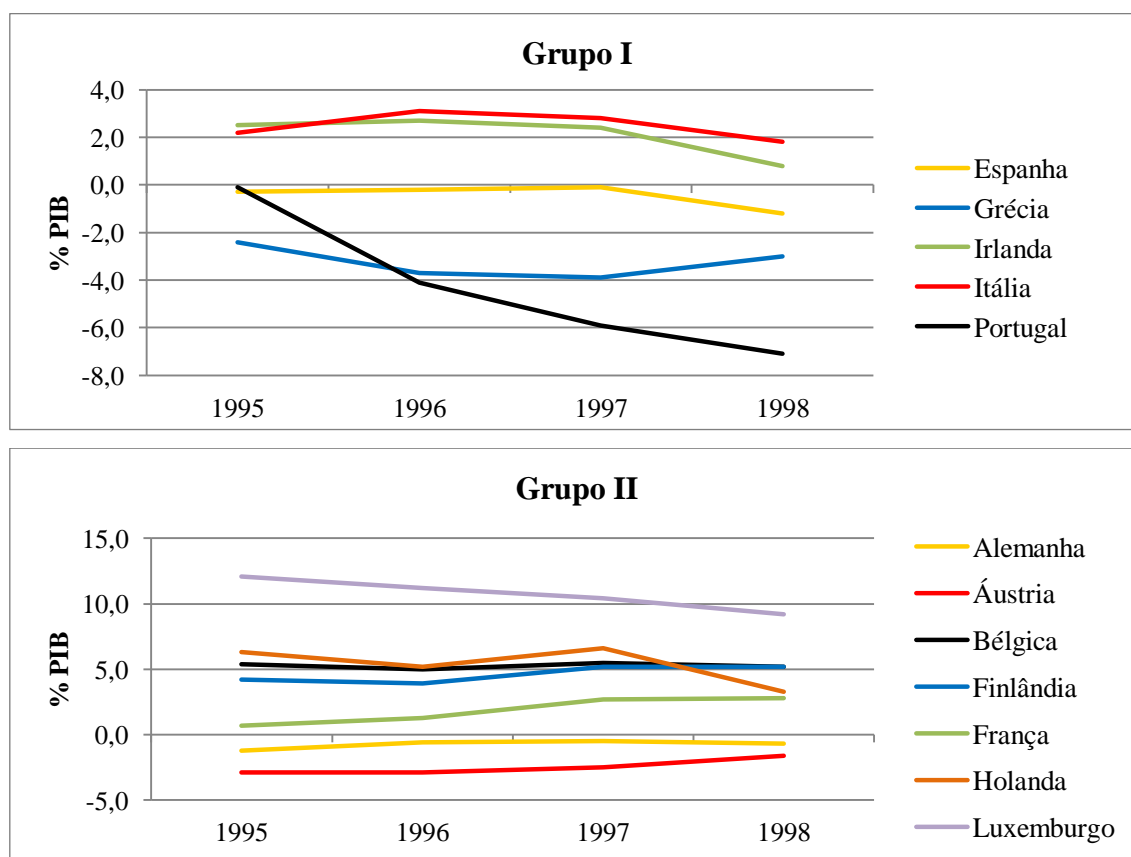


Fonte: Eurostat (à data de 24.07.2014).

Este é, portanto, mais um sinal da convergência que se fazia sentir neste conjunto de países nos anos precedentes à criação da Área do Euro. No entanto, os critérios de convergência foram criticados por não terem em consideração os problemas de desequilíbrios externos que os países na União Europeia possuíam. O elevado endividamento externo de vários países candidatos à entrada na Área do Euro era evidente e o seu crescimento nos países com maiores desequilíbrios externos foi facilitado pelas reduzidas taxas de juro de financiamento. Conforme podemos verificar na figura 2.4, onde são apresentados os saldos da balança corrente dos países da AE 12 ponderados pelo PIB entre 1995 e 1998, economias como a de Portugal, Grécia e

Espanha estavam extremamente dependentes do exterior para se financiarem. Se olharmos para os dados dos últimos anos dos saldos da balança corrente dos Estados-membros apuramos que os países que constam na figura 2.4 com maiores défices externos são os que atualmente continuam a apresentar as maiores dificuldades ao nível das contas internas e externas. Estes desequilíbrios evidenciam uma falta de competitividade internacional por parte destes países.

Figura 2.4: Saldos da balança corrente dos países da AE 12, 1995-1998 (% PIB)



Fonte: Eurostat (dados à data de 24.07.2014).

Independentemente das críticas feitas à definição dos critérios de convergência, podemos concluir que, entre 1995 e 1998, na sua preparação para a entrada na UEM, os Estados-membros fizeram esforços de convergência para cumprir os requisitos definidos no Tratado de Maastricht. A maioria dos países apresentou uma tendência decrescente dos défices orçamentais e das dívidas públicas, ainda que em alguns casos tenham recorrido a diversos “truques” contabilísticos para atingirem os objetivos. As razoáveis taxas de crescimento do PIB e as baixas taxas de juro que se verificaram neste

período pré-Euro tiveram igualmente um contributo positivo para a melhoria das contas públicas.

No subcapítulo seguinte, iremos analisar se as medidas tomadas pelos Estados-membros neste período de convergência continuaram a ser aplicadas após a adesão à Área do Euro ou se os países acusaram fadiga orçamental e voltaram a implementar más políticas orçamentais.

2.2 Período do Euro

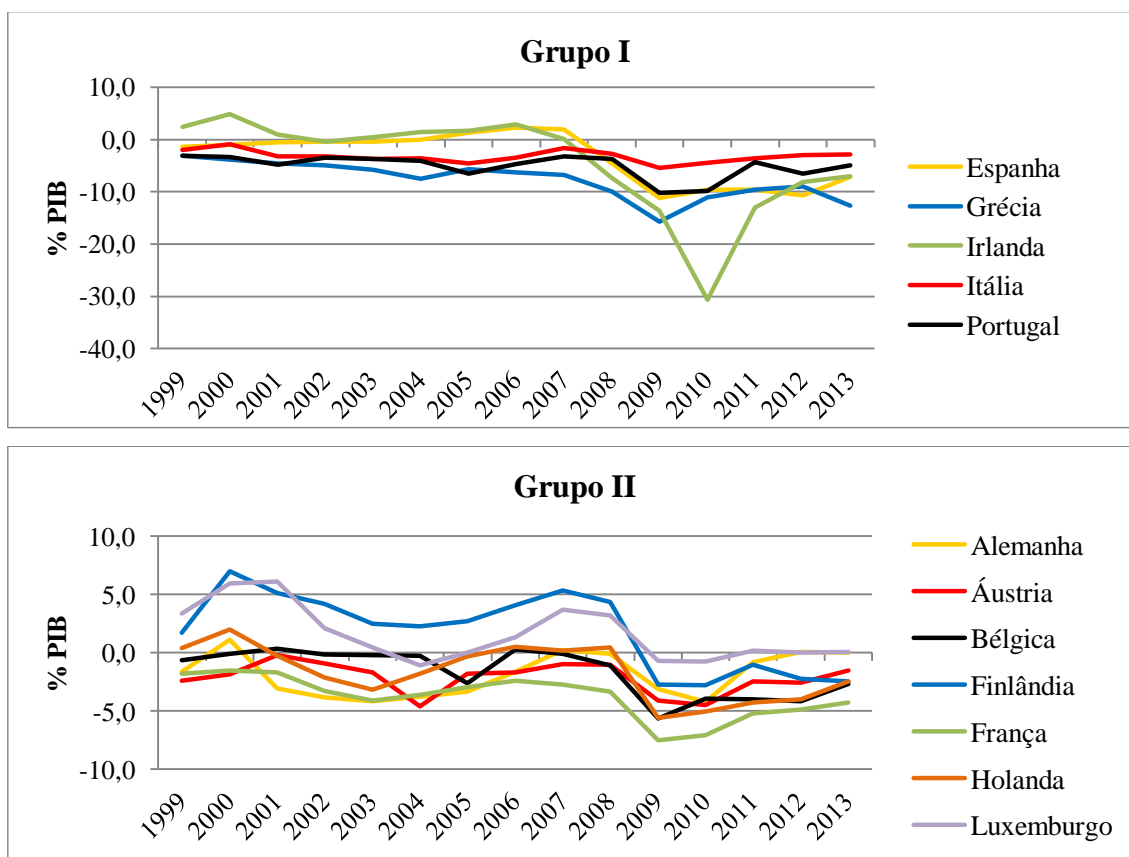
A 1 de janeiro de 1999 entrou em funcionamento a UEM europeia, a Área do Euro. Desde a adesão a essa União, a condução das políticas pelos seus países membros sofreu uma acentuada mudança. A política monetária passou a ser centralizada e conduzida pelo Banco Central Europeu. A política cambial deixou de estar acessível nas transações entre países da UEM, uma vez que os Estados-membros passaram a ter uma moeda comum. Adicionalmente, os países deixaram de ter total autonomia na gestão das suas finanças públicas, visto que ficaram formalmente sujeitos a regras orçamentais mais restritivas. Neste domínio, foi previamente aprovado o PEC, o qual prevê a supervisão e coordenação das finanças e políticas orçamentais dos Estados-membros e define a implementação do procedimento por défices excessivos, conforme previsto no Tratado de Maastricht. A criação do PEC tinha como objetivo principal garantir a disciplina orçamental e a continuidade da convergência dos Estados-membros da Área do Euro.

O PEC divide-se em duas vertentes. Na versão inicial do Pacto, a vertente preventiva pretendia reforçar a supervisão das situações orçamentais, definindo para esse fim como objetivo de médio prazo das finanças públicas a obtenção de excedentes orçamentais ou posições “próximas do equilíbrio”, ou, em caso de défice orçamental, o valor máximo de 3 por cento do PIB, dando continuidade ao equivalente critério de convergência das finanças públicas. A vertente corretiva visava assegurar que os limites do défice orçamental e dívida pública eram cumpridos e, em caso de violação, que eram corrigidos rapidamente. Para esse efeito, foi definido um sistema de aviso prévio, designado de Procedimento dos Défices Excessivos (PDE). Este mecanismo estabelece, nomeadamente, datas-limite para o cumprimento de determinados objetivos e a implementação de medidas corretivas com o fim de os governos reduzirem o défice para

um nível inferior ao do valor de referência, havendo a possibilidade da aplicação de sanções no caso de o Estado-membro não realizar as correções sugeridas.

Vimos no subcapítulo anterior que, no período prévio à criação do Euro, os Estados-membros fundadores fizeram esforços de consolidação que lhes permitiram cumprir os critérios de convergência definidos no Tratado de Maastricht e, assim, fazer parte da Área do Euro. No entanto, após a adesão à moeda única, verificou-se que a consequente melhoria nas finanças públicas dos vários Estados-membros nesse período foi substituída por uma “fadiga orçamental”⁵, marcada pela falta de disciplina da política orçamental por parte dos governos de alguns Estados-membros. Este relaxamento é evidente nas figuras 2.5 e 2.6, que apresentam os rácios dos saldos orçamentais e dívidas públicas face ao PIB dos países da AE 12 após a sua adesão.

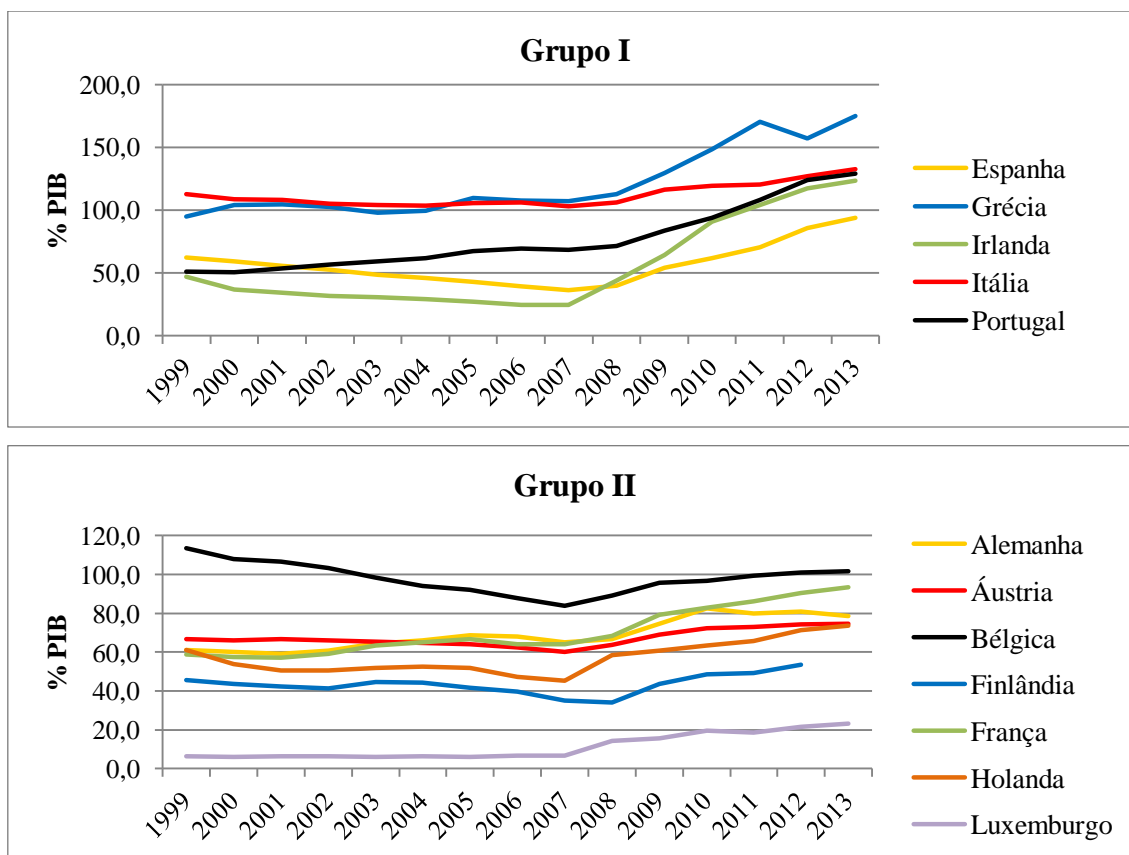
Figura 2.5: Saldos orçamentais dos países da AE 12, 1999-2013 (% PIB)



Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

⁵ Banco Central Europeu (2004) e Schuknecht et al. (2011).

Figura 2.6: Dívida pública dos países da AE 12, 1999-2013 (% PIB)



Nota: Apesar de a Grécia só ter aderido à Área do Euro em 2001, apresentamos neste gráfico os *stocks* da dívida soberana em 1999 e 2000.

Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

A maioria destes países, para além de começarem a sentir as repercussões dos “truques” contabilísticos utilizados para conseguirem entrar na Área do Euro, continuaram a recorrer a esses mesmos truques. A contínua deterioração das suas contas públicas conduziu a que vários Estados-membros iniciassem Procedimentos dos Défices Excessivos, conforme apresentado na tabela 2.5. Essa tabela resume os anos em que cada país da AE 12 esteve sujeito a um PDE. Conforme pode ser constatado, deste conjunto de países apenas o Luxemburgo ainda não esteve envolvido em nenhum procedimento deste tipo. Pelo contrário, Portugal e a Alemanha estiveram sujeitos ao PDE na grande maioria dos anos desde 2002, com a exceção do ano de 2008 para o caso alemão.

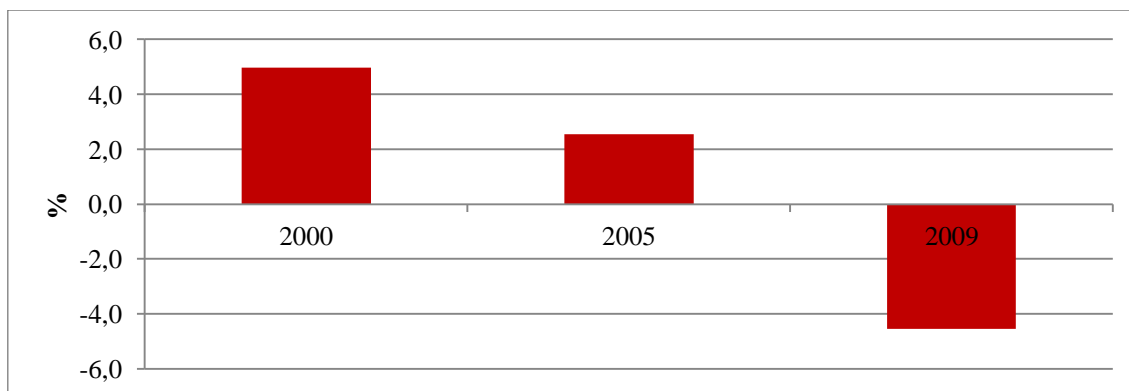
Tabela 2.5: Procedimentos dos Défices Excessivos dos países da AE 12, 1999-2013

Alemanha (1999)	1º					2º						
Áustria (1999)										1º		
Bélgica (1999)										1º		
Espanha (1999)										1º		
Finlândia (1999)										1º		
França (1999)		1º					2º					
Grécia (2001)			1º				2º					
Holanda (1999)			1º				2º					
Irlanda (1999)										1º		
Itália (1999)				1º			2º					
Luxemburgo (1999)												
Portugal (1999)	1º			2º			3º					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013

Nota: O ano que consta entre parêntesis corresponde ao ano de adesão à Área do Euro.

Fonte: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm (à data de 24.07.2014).

Figura 2.7: Média simples das taxas de crescimento real do PIB dos países da AE 12 em 2000, 2005 e 2009 (%)

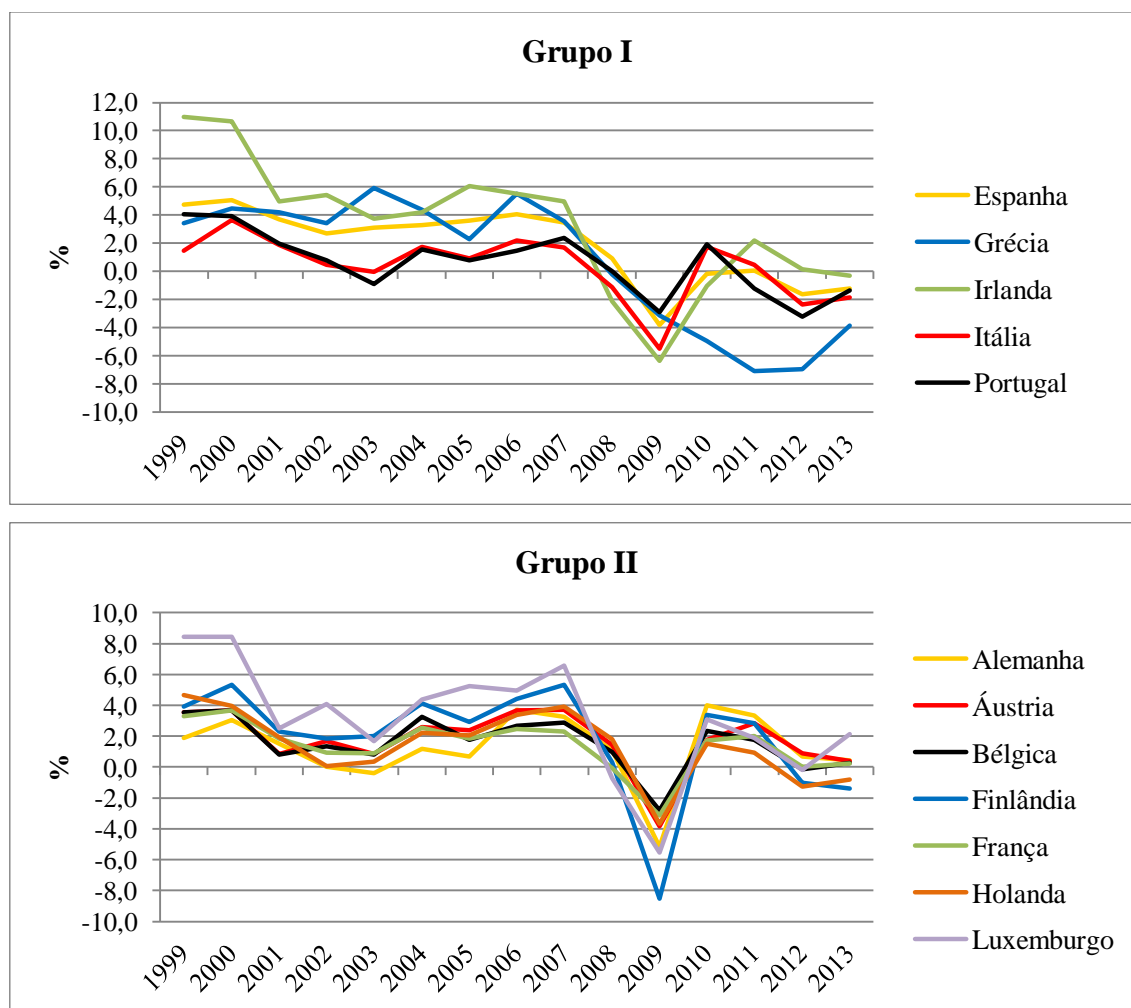


Fonte: Eurostat (à data de 24.07.2014).

A conjuntura económica negativa que se fez sentir a partir de 2009 fomentou igualmente a deterioração da situação orçamental deste grupo de países. Conforme pode ser observado nas figuras 2.7 e 2.8, desde meados de 2007 já existia uma tendência recessiva na Área do Euro. No entanto, foi a partir de 2009 que a UEM ficou sujeita à maior recessão económica desde a “Grande Depressão” de 1929. Nesse ano, em média, o PIB do conjunto dos países da AE 12 diminuiu para -4,5%. Podemos, ainda, constatar

na figura 2.8, que os países da Área do Euro com maior indisciplina nas finanças públicas já apresentavam anteriormente uma tendência de decréscimo da taxa de crescimento do PIB.

Figura 2.8: Taxas de crescimento do PIB dos países da AE 12, 1999-2013 (%)

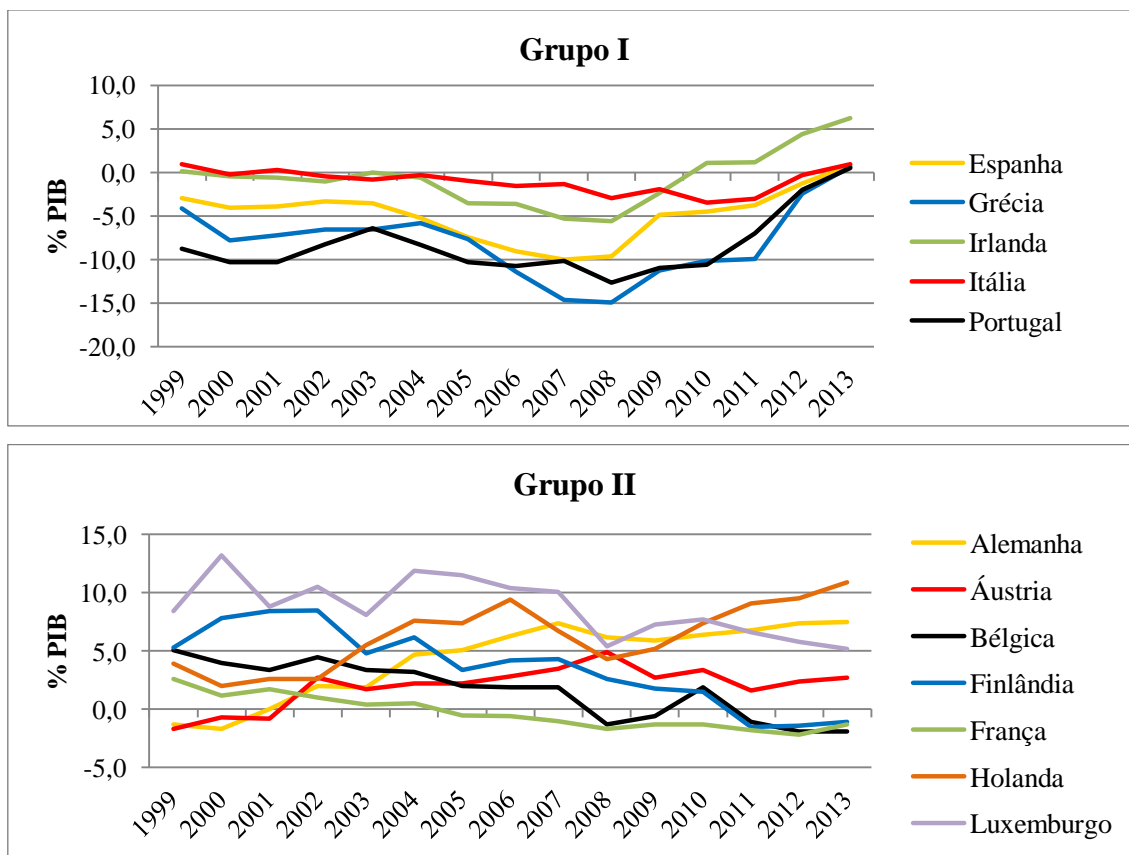


Fonte: AMECO (dados à data de 24.07.2014).

Apesar de os países evidenciarem indisciplina orçamental logo após a criação da Área do Euro, dado não estarem a cumprir os limites do défice orçamental e da dívida pública de 3% e 60% face ao PIB, respetivamente, e apesar de não haver a expectativa de um crescimento económico sustentado, a confiança dos mercados financeiros na Área do Euro não foi desde logo abalada. As taxas de juro de longo prazo das obrigações soberanas continuaram baixas e, por conseguinte, a facilidade no acesso ao crédito perdurou. Adicionalmente, por não existirem restrições ao envidamento externo, o saldo

da balança corrente dos Estados-membros que apresentavam desequilíbrios externos continuou a piorar. A figura 2.9 apresenta a evolução desses saldos para os países da AE 12 entre 1999 e 2013.

Figura 2.9: Saldos da balança corrente dos países da AE 12, 1999-2013 (% PIB)



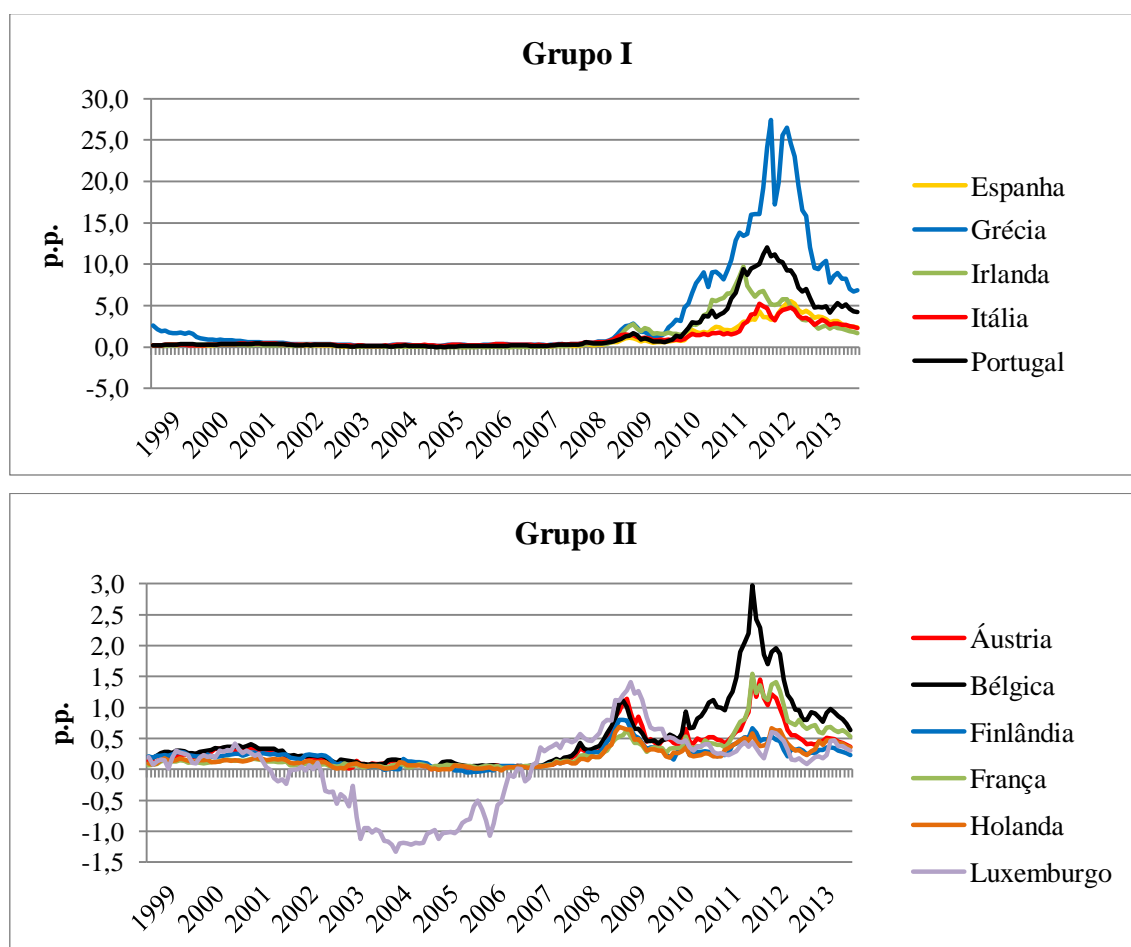
Fonte: Eurostat (à data de 24.07.2014).

Este excesso de financiamento verificou-se não só por parte dos governos, mas também das famílias e das empresas, tendo sido principalmente aplicado nos consumos privado e público e no investimento não produtivo, ao invés de no investimento produtivo. A situação tornou-se verdadeiramente preocupante quando se verificou um contágio da crise financeira de *subprime* originada em 2007 nos Estados Unidos para os mercados financeiros europeus. A Irlanda foi um dos países da Área do Euro mais afetados por esta crise, uma vez que o mercado financeiro irlandês estava excessivamente exposto ao setor imobiliário, o que acabou por justificar a necessidade de injeção de capital pelo governo irlandês nas principais instituições bancárias

irlandesas (Whelan, 2011). Este assunto será analisado com maior detalhe no subcapítulo 3.2 desta dissertação.

Após a falência do Lehman Brothers e a consequente crise financeira de 2009, os *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas dos Estados-membros começaram a aumentar. Conforme podemos observar na figura 2.10, que apresenta os *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas a 10 anos dos países da AE 12 entre 1999 e 2013, esta subida foi bastante evidente nos países do Grupo I. Os investidores começaram a preferir ativos com menor risco associado, como é o exemplo das obrigações alemãs, movimento designado de *flight-to-quality* (Arghyrou e Kontonikas, 2011, Deutsche Bundesbank, 2011 e De Santis, 2012).

Figura 2.10: *Spreads* das taxas de juro de obrigações soberanas a 10 anos dos países da AE 12 face às obrigações soberanas alemãs, dados mensais, 1999-2013 (p.p.)



Fonte: Eurostat (dados mensais à data de 24.07.2014).

Na tabela 2.6 podemos observar as avaliações da agência de *rating* Fitch da dívida soberana dos países da AE 12, opiniões partilhadas na generalidade dos casos pelas principais restantes agências internacionais (Standard & Poor's e Moody's). Neste quadro as classificações a azul indicam uma melhoria em relação à última avaliação, enquanto as notações a vermelho traduzem uma deterioração da mesma. As avaliações variam entre AAA, AA, A, BBB, e assim sucessivamente até ao C, ao qual se segue D/RD, sendo AAA a melhor classificação possível. Adicionalmente, a agência também utiliza os sinais “mais” e “menos” para indicar que a notação está próxima da classificação imediatamente superior e inferior, respetivamente. Um Estado-membro que obtenha a classificação D/RD é considerado como *default* (insolvência).

Tabela 2.6: Avaliações da agência de *rating* Fitch da dívida soberana de longo prazo dos países da AE 12

País	Data	Rating	País	Data	Rating	País	Data	Rating	
Alemanha	10-08-1994	AAA	França	10-08-1994	AAA		10-08-1994	AA	
Áustria	10-08-1994	AAA		12-07-2013	AA+		01-09-1999	AA+	
	10-08-1994	AA+		13-11-1995	BBB-		10-12-2003	AAA	
Bélgica	16-12-1998	AA-		04-06-1997	BBB	Espanha	28-05-2010	AA+	
	17-06-2002	AA		25-10-1999	BBB+		07-10-2011	AA-	
	02-05-2006	AA+		27-07-2000	A-		27-01-2012	A	
	27-01-2012	AA		20-06-2001	A		07-06-2012	BBB	
		10-10-1994		AA+	20-10-2003		A+	25-04-2014	BBB+
Irlanda	16-12-1998	AAA		16-12-2004	A	Finlândia	10-08-1994	AA-	
	08-04-2009	AA+		22-10-2009	A-		12-03-1996	AA	
	04-11-2009	AA-		08-12-2009	BBB+		29-04-1997	AA+	
	06-10-2010	A+		Grécia	09-04-2010		BBB-	05-08-1998	AAA
	09-12-2010	BBB+			14-01-2011		BB+	10-08-1994	AA-
Itália	10-08-1994	AA		20-05-2011	B+	Portugal	04-06-1998	AA	
	23-02-1995	AA-		13-07-2011	CCC		24-03-2010	AA-	
	17-06-2002	AA		22-02-2012	C		23-12-2010	A+	
	19-10-2006	AA-		09-03-2012	RD		24-03-2011	A-	
	07-10-2011	A+		13-03-2012	B-		01-04-2011	BBB-	
	27-01-2012	A-		17-05-2012	CCC		24-11-2011	BB+	
Holanda	10-08-1994	AAA		14-05-2013	B-	Luxemburgo	10-08-1994	AAA	
				23-05-2014	B				

Fonte: Fitch (à data de 24.07.2014).

Conforme podemos verificar na tabela, entre 2000 e 2007 foram raras as situações em que a Fitch alterou o *rating* atribuído a um país, tendo essas revisões sido, na sua maioria, *upgrades*. A partir principalmente de 2009, a agência baixou o *rating* atribuído às obrigações soberanas de vários países. No caso grego, desde outubro de 2009 até 9 de março de 2012, a sua notação sofreu *downgrades*, sendo no início desse período A- e no final RD (*restricted default*). Em 13 de março de 2012, a Fitch decidiu alterar a sua avaliação para B-, com base na reestruturação da dívida grega que ocorreu nessa altura e que envolveu um perdão de dívida por parte de cerca de 96 por cento dos detentores privados dessa dívida. No entanto, essa opção grega não terá sido suficiente para acalmar os mercados, dado que dois meses depois a notação foi revista em baixa novamente.

Portugal é o segundo Estado-membro da Área do Euro com a pior avaliação de *rating*, sendo atualmente BB+. Se observamos a figura 2.10 podemos constatar que estes dois países (Grécia e Portugal) são também os que apresentam maiores *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas face às alemãs. São igualmente os países com pior desempenho orçamental desde o início da UEM. Várias opiniões surgiram defendendo que a crise de dívidas soberanas pode ser justificada em parte por esta atuação das agências de *rating* internacionais (Afonso et al., 2011, Arezki et al., 2011). No entanto, outros economistas defenderam que as agências de *rating* diminuíram as avaliações por causa da crise que se fazia sentir (Antonakakis, 2012).

No caso específico da Irlanda, podemos verificar igualmente uma deterioração do *rating*, ainda que não se deva comparar o caso irlandês com Portugal ou com Grécia. Antes da crise das dívidas soberanas, o *rating* daquele país era AAA, ou seja, as obrigações soberanas deste Estado-membro eram considerados ativos de risco nulo, e atualmente a avaliação é de BBB+. A Irlanda nunca apresentou problemas de dívida pública até ao eclodir da crise financeira de 2007. Ainda assim, os governos destes três países tiveram a necessidade de recorrer a ajuda externa para conseguirem recuperar as suas finanças públicas.

Tendo em conta a análise feita neste subcapítulo, podemos, portanto, concluir que após a adesão à Área do Euro, vários Estados-membros apresentaram fadiga orçamental. Alguns destes países não conseguiram continuar a cumprir os limites do défice e da dívida pública, incorrendo em défices excessivos. Dois destes países, Grécia

e Portugal, e a Irlanda deixaram inclusivamente de conseguir financiar-se nos mercados exclusivamente através da venda das suas obrigações soberanas. Como solução, decidiram pedir apoio financeiro externo à UE e ao FMI. O objetivo do próximo capítulo desta dissertação será analisar os programas de ajuda externa destes três Estados-membros, as revisões desses programas ao longo do período de ajustamento e os resultados alcançados.

3. Área do Euro no curto prazo: Os programas de ajustamento

As crises financeira e económica da Área do Euro revelaram várias fragilidades dos Estados-membros. Países como a Grécia e Portugal apresentavam um historial de elevados desequilíbrios orçamentais (significativos défices orçamentais e *stocks* de dívida pública excessivos) e uma falta de competitividade externa (expressa, nomeadamente, pelos seus constantes e substanciais défices da balança corrente). No entanto, o otimismo dos mercados financeiros, evidenciado pelos reduzidos *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas dos Estados-membros da Área do Euro face às obrigações alemãs, contribuiu para que os Estados tivessem facilidade em se financiar.

Com o surgimento da crise financeira do *subprime* em 2007 no mercado financeiro norte-americano, a qual se tornou particularmente evidente após a falência do Lehman Brothers em 2008, os mercados financeiros europeus ressentiram-se. Vários bancos detinham nos seus ativos empréstimos hipotecários de alto risco, que estavam associados a crescentes bolhas imobiliárias. Quando as bolhas rebentaram (isto é, os preços das habitações desceram drasticamente e as taxas de juro associadas aumentaram), esses empréstimos perderam substancialmente o valor e foram considerados como ativos tóxicos. Na Área do Euro, dado não ser conhecido quais eram os bancos que detinham esses ativos e em que quantidades, gerou-se uma desconfiança no setor bancário e os empréstimos entre instituições financeiras dos diversos Estados-membros reduziram substancialmente (Milesi-Ferretti e Tille, 2011). Alguns Estados-membros extremamente dependentes do financiamento externo, p.e. a Irlanda, sentiram substancialmente as repercussões desta redução do acesso ao crédito via sistema bancário, nomeadamente por limitar a capacidade dos Estados e do setor privado reembolsarem os elevados empréstimos externos que tinham contraído. As principais razões apontadas para esse excesso de endividamento público e privado são uma insuficiência de regulação e supervisão dos respetivos sistemas bancários, os baixos *spreads* das taxas de juro e outras facilidades de acesso ao crédito concedidas até 2007 (Barbosa e Costa., 2010, Comissão Europeia, 2010a e Comissão Europeia, 2010b).

Ainda que a crise financeira tenha contribuído para a atual crise de dívida soberana, o que tornou evidente a sua existência foram a recessão económica na Área do Euro iniciada em 2009 e o anúncio do então Primeiro-Ministro grego George

Papandreou relativo às expectativas do déficit orçamental (12,7% do PIB) e dívida pública gregos para 2009 (cerca de 113% do PIB). A Grécia tem sido efetivamente o país mais afetado com a crise. O anúncio do Primeiro-Ministro causou desconfiança relativamente à credibilidade das estatísticas produzidas pelas instituições responsáveis gregas e ao compromisso dos governos em garantir a sustentabilidade das contas públicas. Os sucessivos défices orçamentais e a falta de competitividade grega contribuíram para o surgimento de uma crise de confiança dos mercados, para a descida dos *ratings* da dívida soberana grega e, conseqüentemente, para a subida acentuada dos *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas. O mesmo se verificou noutros Estados-membros da Área do Euro, como Portugal e a Espanha.

As fortes pressões e dúvidas dos mercados financeiros relativamente à capacidade da Grécia conseguir financiar a sua crescente dívida levaram o governo grego a requerer ajuda financeira externa à UE e ao FMI em 2010, ficando sujeito ao cumprimento de vários requisitos rigorosos. A Irlanda foi o segundo Estado-membro da Área do Euro a solicitar assistência financeira a essas instituições, embora as dificuldades financeiras da Irlanda ficassem a dever-se à crise financeira que se fez sentir e às conseqüências que teve no sistema bancário irlandês. Portugal foi o terceiro país a necessitar de ajuda financeira externa, por apresentar dificuldades muito semelhantes, ainda que em menor grau, às gregas.

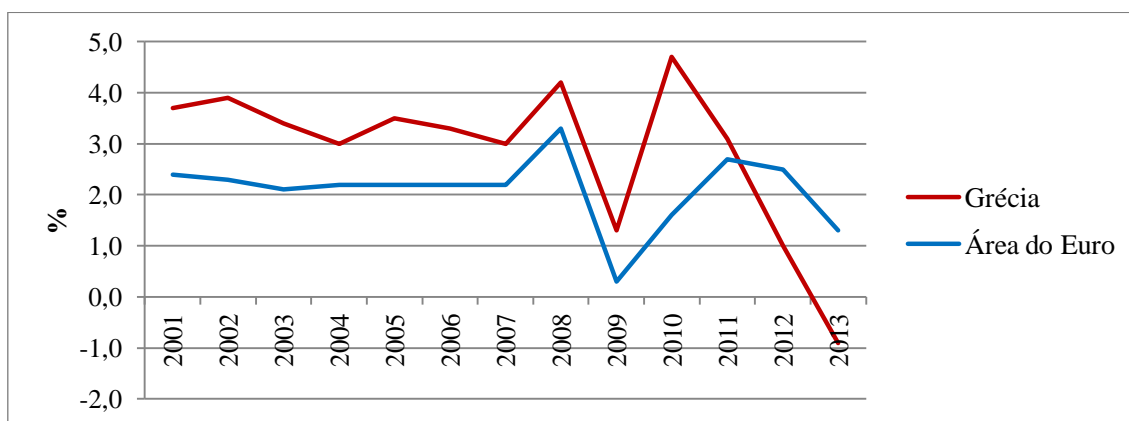
Neste capítulo iremos evidenciar as fragilidades que cada um destes Estados-membros apresentavam antes de solicitarem o apoio financeiro externo e analisar as medidas de consolidação orçamental, de estabilização do setor financeiro e as reformas estruturais implementadas no âmbito dos programas de ajustamento, bem como a evolução de alguns indicadores macroeconómicos fundamentais desde o início dos respetivos programas.

3.1 Grécia

Após a adesão à UEM europeia, a economia grega cresceu a um ritmo substancial (entre 2001 e 2006, a Grécia foi um dos países da Área do Euro com maiores taxas de crescimento, variando entre 2,3% e 5,9%). A confiança dos mercados financeiros e a maior liberalização do setor financeiro resultante da adesão à moeda única refletiram-se numa descida das taxas de juro, aumentando assim o acesso ao crédito privado e

gerando uma maior procura interna. Ainda assim, existiam preocupações significativas relativamente à falta de competitividade e ao nível de endividamento externos, resultantes de fraquezas estruturais da economia grega (Comissão Europeia, 2010c, Mitsopoulos e Pelagidis, 2010, Desli e Pelagidis, 2012, Monokroussos e Thomakos, 2012).

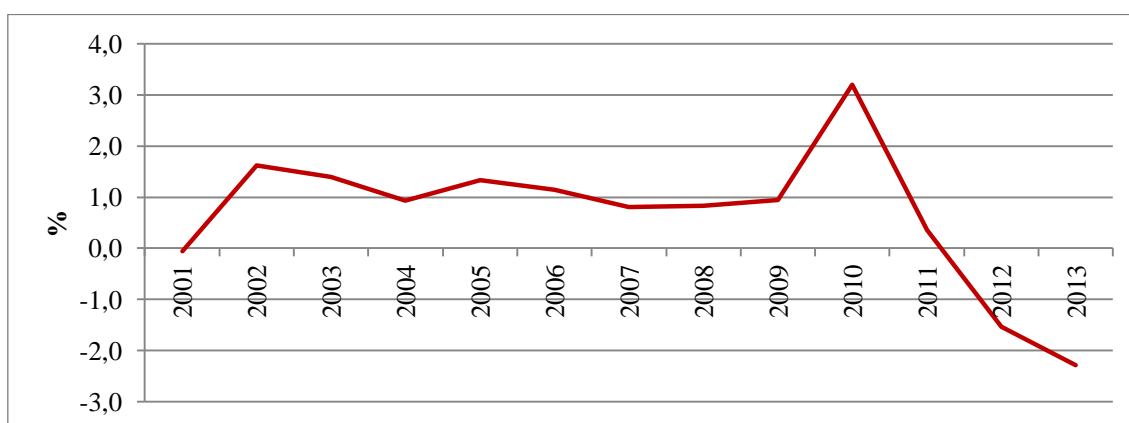
Figura 3.1: Taxa de inflação da Grécia e da média dos AE 18, 2001-2013 (%)



Nota: O indicador utilizado foi o Índice Harmonizado de Preços do Consumidor, usando como ano base 2005.

Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

Figura 3.2: Taxa de câmbio real efetiva da Grécia face à AE 18, 2001-2013 (taxa de variação anual, %)

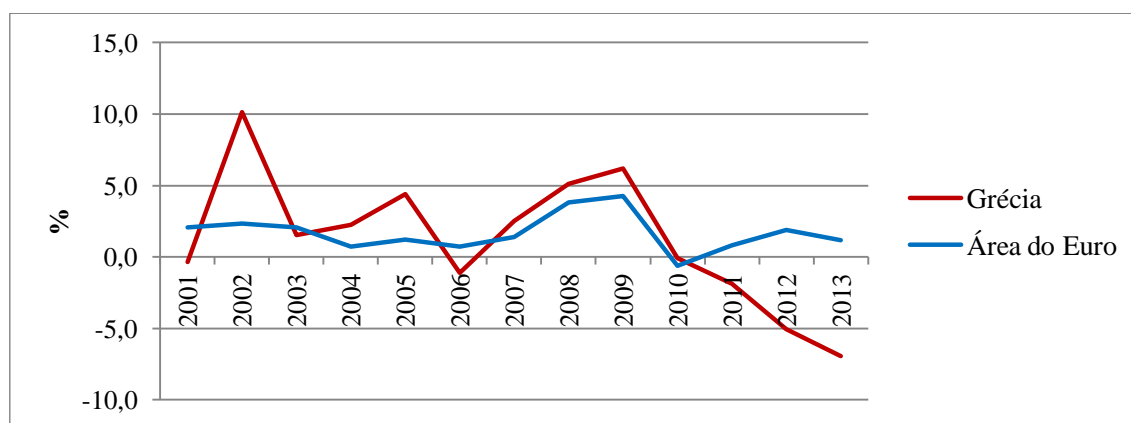


Nota: O indicador utilizado foi o Índice de Preços do Consumidor, usando como ano base 2005.

Fonte: Eurostat (à data de 24.07.2014).

Conforme podemos verificar na figura 3.1, que apresenta a taxa de inflação da Grécia e a taxa oficial da AE 18 entre 2001 e 2013, os preços gregos cresciam a um ritmo superior ao da média da AE 18. Desli e Pelagidis (2012) justificam esta evolução da inflação como resultado do aumento da procura interna, devido à expansão do crédito e à entrada de fundos estruturais da UE. Igualmente pela análise da figura 3.2, que apresenta a taxa de variação anual da taxa de câmbio real efetiva face aos países da AE 18 entre 2001 e 2013, podemos concluir que a Grécia estava a tornar-se menos competitiva, dada a tendência crescente da sua taxa de câmbio real efetiva até 2010.

Figura 3.3: Custos nominais unitários de trabalho da Grécia e da média da AE 18, 2001-2013 (taxa de variação anual, %)



Nota: Utilizamos como ano base 2005.

Fonte: Eurostat (à data de 24.07.2014).

Outro indicador da perda de competitividade grega é o custo de trabalho. De acordo com a figura 3.3, que apresenta a taxa de variação anual dos custos nominais unitários de trabalho da Grécia e da média da AE 18 entre 2001 e 2013, o ritmo de crescimento dos custos nominais unitários de trabalho gregos tem sido superior ao da média da AE 18. Isto significa que os salários gregos estão a aumentar a um ritmo superior ao do conjunto desses países e/ou a produtividade dos trabalhadores gregos está a aumentar menos ou a diminuir face aos indicadores da AE 18. Este custo superior do trabalho tem um impacto indireto sobre a balança corrente, nomeadamente porque torna a produção grega mais dispendiosa e, portanto, contribui para que os seus parceiros comerciais procurem os mesmos produtos noutros países, com menor aumento do custo da mão-de-obra e do preço do produto final. Conforme podemos verificar na

figura 2.9, desde que aderiu à moeda única, a Grécia foi sucessivamente, em conjunto com Portugal, um dos países com os maiores défices da balança corrente, relativamente à AE 12.

Apesar destes desequilíbrios externos e do mau desempenho das contas públicas que verificámos no capítulo anterior, o crescimento económico grego não se ressentiu. Desde a adesão à moeda única em 2001 até finais de 2007, a economia grega conseguiu crescer a um ritmo sustentando (em média, cresceu anualmente 4%). No entanto, a recessão económica que se fez sentir na UEM a partir de 2009 e o anúncio logo após ser eleito do então Primeiro-Ministro George Papandreou no Conselho Europeu relativo à subavaliação na previsão do défice orçamental e da dívida pública para 2009 geraram uma crise de confiança dos mercados financeiros. Papandreou comunicou que o valor do défice orçamental em 2009 seria 12,7% do PIB (ao invés dos 6,7% anunciados anteriormente) e que o *stock* da dívida soberana seria aproximadamente 113% do PIB¹, valores muito superiores aos máximos permitidos pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. Para além das dificuldades nas contas públicas evidenciadas, esse anúncio revelou novamente erros no reporte da informação estatística grega (já tinha ocorrido em 2004), o que gerou desconfiança por parte dos mercados financeiros. Arghyrou e Tsoukalas (2010) defendem que a crise de dívida soberana grega se deve a três fatores: à deterioração de vários indicadores macroeconómicos durante o período 2001-2009, refletidos num défice de competitividade externa e num nível insustentável das finanças públicas; à alteração nas expectativas dos mercados, principalmente devida à falta de compromisso das autoridades gregas em implementar reformas estruturais não facilmente aceites pela população grega; e ao risco de falência percebido pelos mercados que resulta da revogação da garantia implícita da dívida grega por parte de outros Estados-membros da Área do Euro (nomeadamente, a Alemanha). Com a existência da cláusula “*no bail-out*” que consta do Tratado de Maastricht, as agências de *rating* reagiram, diminuindo o *rating* da dívida pública grega (ver tabela 2.6) e das instituições bancárias, o que afetou duplamente a capacidade de financiamento da dívida, dado que muitos dos investidores em dívida soberana grega eram bancos (Mitsopoulos e Pelagidis, 2010).

¹ <http://www.economist.com/node/15127474>

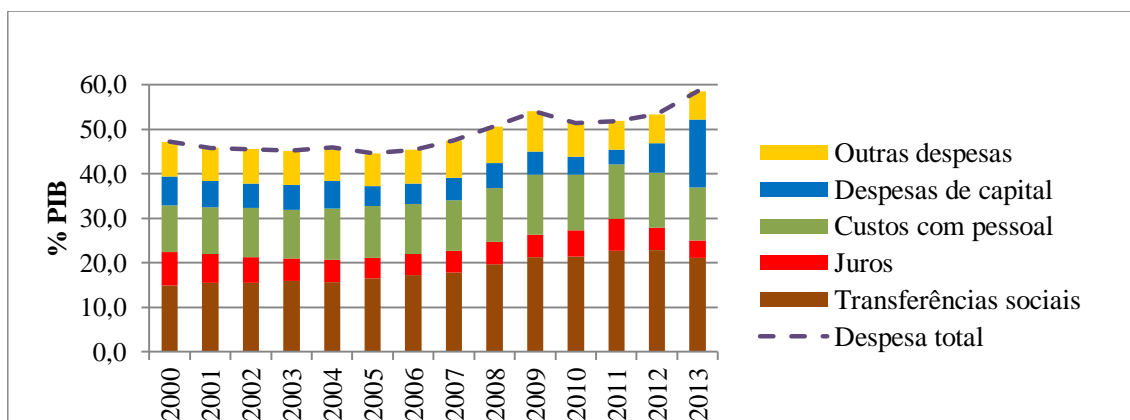
Como consequência das reações das agências de *rating* e dos investidores e do consequente aumento da aversão ao risco, os *spreads* das taxas de juro aumentaram substancialmente e a Grécia deixou de conseguir financiar-se diretamente nos mercados financeiros. O governo grego decidiu pedir ajuda financeira externa à UE e ao FMI no início de 2010, ficando previsto um programa de ajustamento financeiro que vigoraria entre 2010 e 2013. O financiamento associado a esse programa seria de 110 mil milhões de euros, sendo 80 mil milhões de euros obtidos através de apoios financeiros bilaterais dos Estados-membros da Área do Euro e 30 mil milhões de euros concedidos pelo FMI. À semelhança dos restantes programas de ajustamento, ficou ainda prevista uma monitorização trimestral do cumprimento do programa (Comissão Europeia, 2010c).

O programa de ajustamento definiu objetivos de curto e médio prazo. Os objetivos de curto prazo consistiram na execução de consolidação orçamental, de forma a fomentar a sustentabilidade das contas públicas, e na implementação de medidas que garantissem a estabilidade do setor bancário grego. A médio prazo, procurava-se uma melhoria da competitividade externa e da estrutura da economia grega, através de reformas estruturais, de forma a atrair investimento externo. O compromisso por parte do governo na execução das medidas necessárias para a concretização destes objetivos era essencial para que fossem bem-sucedidas, nomeadamente para conseguir alcançar as metas definidas para os vários indicadores macroeconómicos, assim como para a recuperação da confiança dos mercados financeiros.

As expectativas de curto prazo não eram favoráveis. Sabia-se desde logo que o esforço de consolidação orçamental teria de ser muito elevado para que a Grécia cumprisse os limites para o défice e para a dívida pública previstos no PEC e que esse esforço seria dificultado pela recessão económica vivida na Grécia e na Área do Euro.

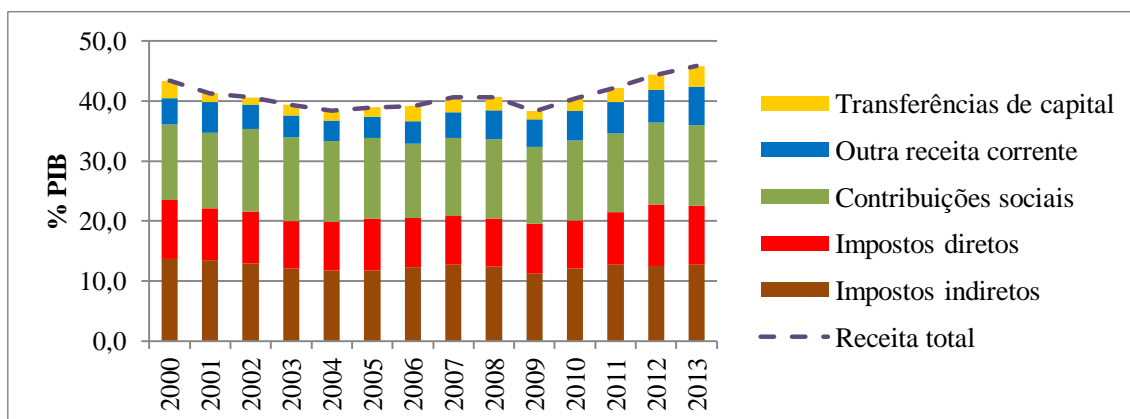
Conforme podemos observar pelas figuras 3.4 e 3.5, que apresentam, respetivamente, o peso de cada tipo de despesa pública e receita pública relativamente ao PIB da Grécia entre 2000 e 2013, para que a consolidação orçamental tivesse um maior efeito, ao nível da despesa, deveriam ser reduzidos os custos com a massa salarial e as transferências sociais. Adicionalmente, ao nível da receita, deveriam ser aumentadas as receitas via impostos diretos, por estas representarem uma menor percentagem da receita total relativamente aos impostos indiretos e às contribuições sociais recebidas.

Figura 3.4: Peso de cada tipo de despesa pública grega face ao PIB, 2000-2013 (% PIB)



Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

Figura 3.5: Peso de cada tipo de receita pública grega face ao PIB, 2000-2013 (% PIB)



Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

As principais medidas do lado da despesa previstas no programa de ajustamento consistiram no corte das despesas salariais da função pública, das pensões e das transferências efetuadas para as empresas públicas. No caso dos salários pagos, esse corte foi feito via quantidade e via preço. A redução via quantidade foi conseguida através da redução do número de trabalhadores do setor público (milhares de trabalhadores gregos foram despedidos durante o programa de ajustamento e foi aplicada a regra de 5:1, ou seja, por cada novo funcionário contratado teriam de ser despedidos 5 trabalhadores). A redução via preço foi executada através da suspensão do pagamento dos 13º. e 14º. meses, o qual foi compensado pelo pagamento de um bónus de 1.000 euros anual para quem auferisse menos de 3.000 euros mensalmente. No caso das pensões, a principal medida foi a suspensão do pagamento dos 13º. e 14º. meses,

sendo pago, em compensação, um bônus de 800 euros por ano a quem auferisse menos de 2.500 euros por mês. Em ambos os casos, os bônus foram financiados pela redução dos vencimentos e das pensões mais elevadas. O corte nas transferências efetuadas para as empresas públicas foi concretizado via redução do valor a ser transferido para essas entidades e via privatização de várias dessas entidades.

Do lado da receita, as medidas principais consistiram no aumento de vários impostos, nomeadamente das taxas do imposto sobre o valor acrescentado (a taxa reduzida passou de 10% para 11% e a taxa normal de 21% para 23%) e da respetiva base de incidência, dos impostos sobre as bebidas alcoólicas, o tabaco, os combustíveis e os produtos de luxo, e a obtenção de outras receitas relacionadas com os lucros das empresas, nomeadamente através de um imposto extraordinário sobre esses lucros.

Relativamente ao setor financeiro, as medidas necessárias não foram tão substanciais quanto as aplicadas na Irlanda, dado o setor bancário grego não ter sido tão afetado pela crise financeira internacional quanto o setor irlandês. O pacote de apoio financeiro do governo grego aos bancos foi estendido em 17 mil milhões de euros, já tendo sido dado um apoio de 11 mil milhões de euros em 2009. A supervisão bancária foi reforçada, através do aumento da frequência e rapidez do reporte de dados estatísticos do setor, da realização mais regular de *stress tests* às instituições financeiras, de um aumento do número de funcionários responsáveis pela supervisão e da flexibilização do processo de recrutamento para essa função.

O efeito destas medidas no setor financeiro e nas finanças públicas não iria ser duradouro se a confiança dos mercados financeiros na economia grega não fosse recuperada. Para além dos cortes na despesa pública, aumentos da receita governamental e da implementação de políticas que mantêm a estabilidade do setor bancário, o governo teve de demonstrar uma preocupação com a evolução da economia no médio e longo prazo.

Várias medidas foram propostas para resolver o problema da contabilidade pública e do reporte da informação estatística. O instituto nacional grego responsável pela produção dos dados estatísticos passou a ser totalmente independente e os recursos dessa entidade foram reforçados. Adicionalmente, o governo introduziu procedimentos de controlo dos compromissos de todas as entidades públicas, com o objetivo de prevenir os atrasos no reporte da informação, garantir que todos os orçamentos são

preparados com uma visão de médio prazo e apresentados antes do início do ano fiscal, entre outras razões. Foi ainda reforçada a realização de auditorias nas empresas públicas. O mesmo aconteceria no caso concreto do setor da saúde público, que passou a disponibilizar a publicação das contas auditadas e adotou novos procedimentos ao nível da contabilização de despesas.

O mercado de trabalho estava a contribuir substancialmente para a falta de competitividade da economia grega, pelo que também necessitava de sofrer alterações. Nos anos precedentes à crise, os salários estavam a aumentar e, no caso do setor público, representavam uma parte muito significativa da despesa pública. Sendo assim, era fundamental efetuar cortes nesses custos, mas era igualmente necessário acrescentar flexibilidade no mercado. Para tal, o governo alterou a legislação relativa à negociação salarial no setor privado, nomeadamente de forma a permitir uma redução no pagamento de horas extraordinárias, fixou um valor mínimo para o salário de novos trabalhadores e alterou a legislação de proteção do emprego pretendendo aumentar o período de estágios, a reduzir o valor das indemnizações em caso de despedimento e a facilitar o uso dos contratos de trabalho temporários. Estas medidas tinham como objetivo a promoção do emprego jovem e a diminuição do desemprego de longa duração.

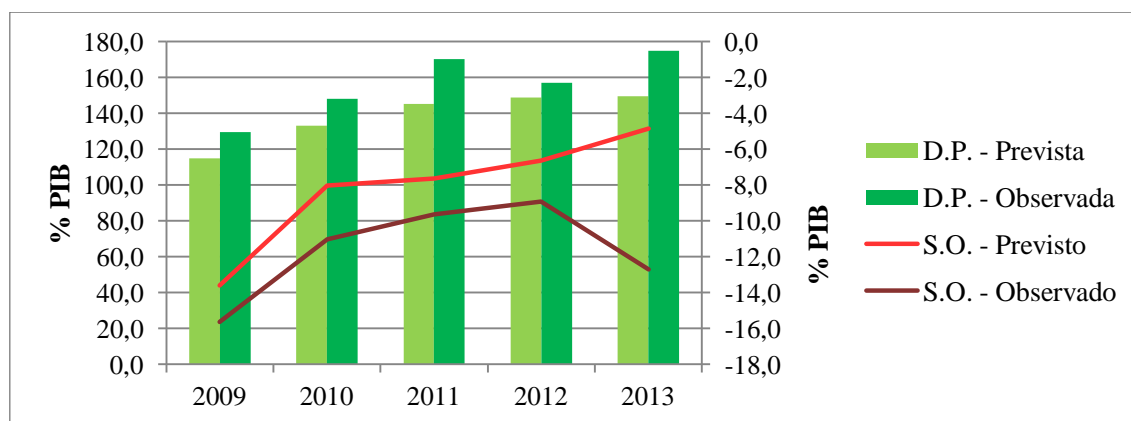
O sistema de pensões era igualmente considerado como insustentável e poderia atingir uma situação de insolvência. Com o objetivo de evitar tal cenário, o governo decidiu fundir os vários fundos de pensões em apenas três e introduzir um novo sistema que facilitasse a ligação entre as contribuições e os benefícios. O programa de ajustamento previu que a idade mínima da reforma passaria a ser 65 anos em 2013², a qual iria aumentar de acordo com a esperança média de vida. Em 2012, o governo de Antonis Samaras decidiu aumentar para 67 anos.

Ao nível da administração pública, o governo procurou reestruturar os procedimentos, nomeadamente através da facilitação dos processos de recrutamento e da criação de um sistema de remuneração simplificado. Adicionalmente, procurou reduzir o número de administrações locais e de outras organizações, de forma a combater os desperdícios e a corrupção existente na administração pública.

² A idade mínima da reforma para os homens já era 65 anos, no entanto para as mulheres era 60 anos. Fonte: <http://www.pensiondevelopment.org/103/greece.htm>.

Em 2010, aquando da definição de estas e outras medidas de ajustamento, foram feitas previsões relativas à evolução dos principais indicadores económicos. A figura 3.6 apresenta as previsões iniciais do programa de ajustamento e os valores observados dos défices orçamentais e *stocks* de dívida pública desde o início do programa de ajustamento grego até 2013. Estes valores previstos tiveram de ser revistos posteriormente, dado terem-se revelado como demasiado otimistas e irrealistas. Pela análise da figura, podemos verificar que a Grécia não conseguiu corresponder às previsões iniciais do programa. O défice orçamental foi sempre superior a 8% do PIB neste período e a dívida pública atingiu valores superiores a 170% do PIB em 2011 e 2013. A principal justificação para a dívida grega ter reduzido em 2012 diz respeito à reestruturação da mesma que se verificou nesse ano. Essa reestruturação correspondeu a um perdão de dívida por parte de cerca de 96 por cento dos detentores privados dessa dívida. O facto de a Grécia não estar a conseguir corresponder às previsões do programa de ajustamento fez antever que o programa teria uma duração superior à prevista.

Figura 3.6: *Stocks* de dívida pública (D.P.) e valores dos saldos orçamentais (S.O.) projetados e observados da Grécia, 2009-2013 (% PIB)



Fonte: Comissão Europeia (2010c) e AMECO (à data de 24.07.2014).

Pela análise das tabelas 3.1 e 3.2, que apresentam os valores projetados no programa de ajustamento inicial e os observados por tipo de receita e despesa públicas e de alguns indicadores importantes, respetivamente, os resultados alcançados ao nível da consolidação orçamental foram bem conseguidos, no entanto as previsões do crescimento da economia revelaram-se muito otimistas face ao que efetivamente se

verificou. Em 2011 e 2012, o PIB decresceu 7,1% e 7,0%, diferindo significativamente dos valores previstos de crescimento de -2,6% e 1,1%.

Tabela 3.1: Valores previstos e observados do total e por tipo de receita e despesa da Grécia, 2009-2013 (% PIB)

Receita e despesa	2009		2010		2011		2012		2013	
	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs
Impostos indiretos	11,1	11,3	13,4	12,1	15,0	12,8	15,2	12,5	15,2	12,8
Impostos diretos	7,9	8,3	7,7	8,0	8,8	8,7	8,9	10,2	8,8	9,8
Contribuições sociais	12,8	12,7	12,4	13,4	12,5	13,1	12,2	13,7	12,0	13,4
Outra receita corrente	3,7	4,6	3,9	4,8	4,1	5,2	4,4	5,4	5,0	6,5
Transferências de capital	1,3	1,4	2,1	2,1	2,1	2,4	2,2	2,6	2,1	3,4
Receita total	36,8	38,3	39,6	40,4	42,6	42,2	42,8	44,4	43,0	45,8
Transferências sociais	20,5	21,2	20,3	21,4	22,0	22,6	21,8	22,9	21,6	21,1
Juros pagos	5,0	5,2	5,6	5,9	6,6	7,2	7,5	5,0	8,1	4,0
Custos com pessoal	12,4	13,4	11,4	12,5	11,7	12,3	11,0	12,4	10,2	12,0
Outra despesa corrente	7,9	9,0	6,4	7,6	6,0	6,5	5,7	6,5	4,8	6,4
Despesas de capital	4,6	5,2	4,0	4,0	3,9	3,2	3,4	6,6	3,2	15,2
Despesa total	50,3	54,0	47,6	51,4	50,2	51,9	49,3	53,4	47,9	58,5

Legenda: Pre: Valor Previsto; Obs: Valor Observado.

Fonte: Comissão Europeia (2010c) e AMECO (à data de 24.07.2014).

Ao nível da competitividade externa, de acordo com a figura 3.7, com a exceção de 2010, as exportações tiveram um comportamento desfavorável face ao previsto: em 2009, diminuíram mais 2,8 p.p. que o projetado, e cresceram menos 0,4 p.p. em 2011, 3,8 p.p. em 2012 e menos 6,8 p.p. em 2013. Relativamente às importações, estas diminuíram mais do que se previa em 2009, 2012 e 2013 (mais 7,1, 8,7 e 8,3 p.p., respetivamente). Relativamente à balança corrente, de acordo com a tabela 3.2, entre 2009 e 2011 o governo grego não conseguiu reduzir tanto como seria expectável o seu défice, no entanto em 2012 e 2013 esse objetivo foi conseguido, devido substancialmente à evolução favorável das importações.

Tabela 3.2: Valores projetados e observados de alguns indicadores-chave da Grécia, 2009-2013

Indicadores-chave	2009		2010		2011		2012		2013	
	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs
Taxa de crescimento do PIB real	-2,0	-3,1	-4,0	-4,9	-2,6	-7,1	1,1	-7,0	2,1	-3,9
IHPC	1,3	1,3	1,9	4,7	-0,4	3,1	1,2	1,0	0,7	-0,9
Saldo da Balança Corrente (% PIB)	-13,1	-14,4	-10,8	-12,8	-8,4	-11,7	-6,9	-4,6	-5,6	-2,4
Taxa de desemprego	9,5	9,5	12,0	12,6	14,7	17,7	15,2	22,8	14,8	25,7
Procura doméstica (taxa de variação)	-2,3	-5,5	-6,8	-7,0	-5,4	-8,7	-0,7	-10,2	0,7	-5,8
CUT (taxa de variação)	6,3	6,2	-0,6	-0,1	-0,4	-1,8	0,0	-5,1	-0,4	-6,8

Legenda: IHPC: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor; CUT: Custos Unitários de Trabalho. Pre: Valor Previsto; Obs: Valor Observado.

Fonte: Comissão Europeia (2010c) e AMECO (à data de 24.07.2014).

Figura 3.7: Taxas de variação anual previstas e observadas das exportações e importações de bens e serviços da Grécia, 2009-2013 (%)



Fonte: Comissão Europeia (2010c) e AMECO (à data de 24.07.2014).

Quanto aos custos unitários de trabalho, de acordo com a tabela 3.2, em 2010 diminuíram menos do que o previsto pelo programa de ajustamento, mas em 2011, 2012 e 2013 o governo grego conseguiu diminuir estes custos mais do que o projetado. A taxa de desemprego, por outro lado, foi substancialmente superior à prevista nos anos de

2012 e 2013. Este resultado derivou não só do setor público, mas também do efeito que a conjuntura económica teve sobre as empresas do setor privado.

Tabela 3.3: Valores projetados no 1º e no 2º programas de ajustamento e observados de alguns indicadores-chave da Grécia, 2012-2013

	2012			2013		
	Previsto (2010)	Previsto (2012)	Observado	Previsto (2010)	Previsto (2012)	Observado
Saldo Orçamental	-6,6	-7,3	-8,9	-4,9	-8,4	-12,7
Dívida Pública	148,9	160,5	157,2	149,7	164,2	175,1
Taxa de crescimento do PIB real	1,1	-4,7	-7,0	2,1	0,0	-3,9
IHPC	1,2	-1,2	1,0	0,7	-0,8	-0,9
Saldo da Balança Corrente (% PIB)	-6,9	-6,9	-4,6	-5,6	-5,3	-2,4
Taxa de desemprego	15,2	17,9	22,8	14,8	17,8	25,7
Procura doméstica (taxa de variação)	-0,7	-6,7	-10,2	0,7	-1,3	-5,8
CUT (taxa de variação)	0,0	-7,8	-5,1	-0,4	-1,3	-6,8

Fonte: Comissão Europeia (2010c), Comissão Europeia (2012c) e AMECO (à data de 24.07.2014).

No início de 2012, a UE e o FMI concluíram que a Grécia não estava a alcançar as metas pretendidas ao ritmo desejado e que em parte isso se devia ao facto de as metas definidas serem excessivamente otimistas. Em março de 2012, foi publicado um segundo programa de ajustamento (Comissão Europeia, 2012c). De acordo com esse novo programa, as medidas definidas em 2010 deveriam continuar a ser executadas, ainda que as projeções dos resultados esperados dessas medidas tenham sido ajustadas na nova versão do programa. A tabela 3.3 apresenta as previsões do primeiro e do segundo programas de ajustamento de alguns indicadores macroeconómicos importantes, assim como os valores efetivamente observados, para 2012 e 2013. Foi estimado que os saldos orçamentais de 2012 e de 2013 seriam -7,3% e -8,4% do PIB, respetivamente, no entanto corresponderam a -8,9% e -12,7% do PIB, respetivamente. A dívida pública observada em 2012 foi inferior ao projetado (ainda que em 3,3 p. p.),

no entanto em 2013 ocorreu o contrário. Podemos concluir que as medidas de consolidação orçamental continuavam a não surtir exatamente o efeito pretendido. Foi igualmente feito um ajustamento à taxa de crescimento esperada, ainda que esse ajustamento tenha sido subavaliado.

Conforme podemos confirmar neste subcapítulo, o governo grego não conseguiu realizar uma consolidação orçamental tão substancial quanto a prevista nos programas de ajustamento, apesar de ter sido reconhecido algum esforço de consolidação até 2012 (Comissão Europeia, 2012c). No final de 2013, a Grécia era ainda um país extremamente endividado, longe de conseguir cumprir o Pacto de Estabilidade e Crescimento, pouco competitivo e com o sistema bancário não totalmente estabilizado e, portanto, a continuar a necessitar de ajuda financeira externa.

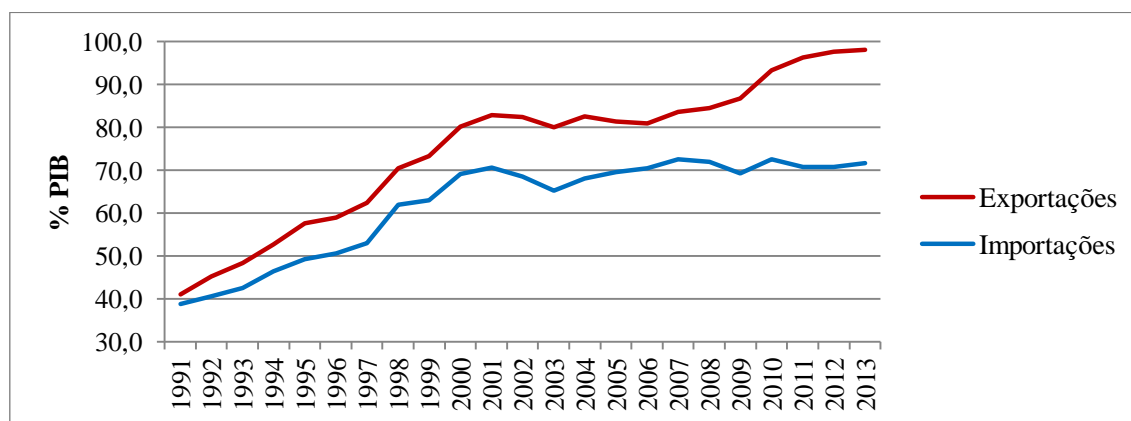
3.2 Irlanda

A origem da crise de dívida soberana na Irlanda é muito distinta da origem das crises grega e portuguesa. A Irlanda não apresentava os mesmos históricos de défices orçamentais e dívidas públicas insustentáveis. Pelo contrário, era vista como um país exemplar. A principal justificação para o problema nas contas públicas irlandesas resume-se ao *boom* e subsequente quebra da procura no setor imobiliário e à crise no sistema bancário.

Desde inícios da década de 1990 até 2007, a Irlanda apresentou um forte crescimento da sua economia (a taxa de crescimento aumentou de 1,9% para 10,6% entre 1991 e 2000, e variou entre 3,7% e 6,1% no período 2001-2007) e uma diminuição substancial do desemprego (a taxa de desemprego diminuiu de 14,7% para 4,7% no período 1991-2007). Numa primeira fase, na década de 1990, esse crescimento económico deveu-se ao aumento do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e das exportações, nomeadamente por parte de empresas norte-americanas da indústria farmacêutica e do setor da tecnologia que constituíram sede na Irlanda (Intel, Dell, IBM, entre outras) (Kitromilides, 2012). Conforme podemos verificar na figura 3.8, que apresenta o valor total de exportações e importações irlandesas em percentagem do PIB (a preços constantes) entre 1991 e 2013, as exportações apresentaram uma trajetória crescente e constantemente superior às importações, tendo mais do que duplicado entre 1991 e 2001. Para além do efeito positivo no crescimento económico do país por parte

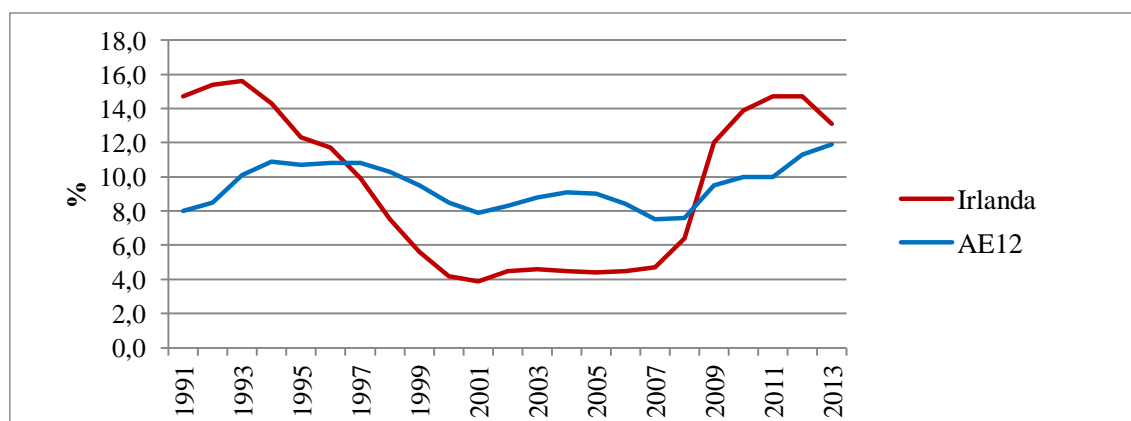
das exportações, podemos também constatar nesse período que a Irlanda estava a conseguir grandes progressos ao nível da redução do desemprego. Pela figura 3.9, que apresenta a taxa de desemprego da Irlanda e dos países da AE 12 entre 1991 e 2013, o número de desempregados face ao total de população ativa na Irlanda reduziu de 14,7% em 1991 para 4,2% em 2000 e continuou relativamente reduzido até 2008.

Figura 3.8: Exportações e importações irlandesas da Irlanda, 1991-2013 (% PIB)



Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

Figura 3.9: Taxa de desemprego da Irlanda e dos países da AE 12, 1991-2013 (%)



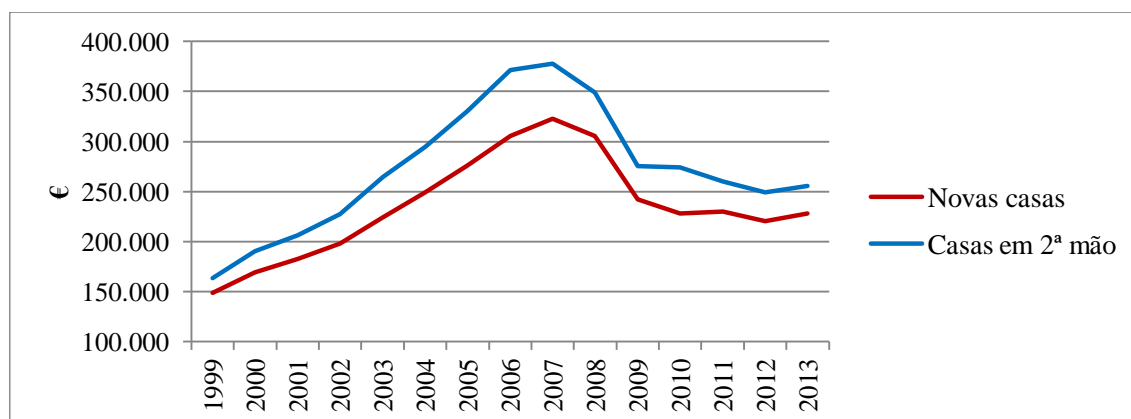
Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

Sensivelmente a partir do início do novo milénio, o elevado crescimento económico verificado na Irlanda face aos restantes Estados-Membros da Área do Euro (ver figura 2.8) passou a ser justificado por outros fatores. A adesão à Área do Euro foi marcada por grande otimismo por parte dos mercados financeiros, constatado pela redução dos *spreads* das taxas de juro de financiamento da dívida soberana (ver figura

2.10). Adicionalmente, as taxas de juro de financiamento do consumo das famílias e das empresas também reduziram e os critérios exigíveis para averiguar a capacidade de reembolso dos devedores foram flexibilizados. Muitos autores apontaram a insuficiência de regulação e supervisão do setor bancário irlandês como uma das causas para esta atuação dos bancos (p.e., Honohan, 2009).

Dada a facilidade de acesso ao crédito, os vários incentivos fiscais existentes na Irlanda relativos ao setor imobiliário, o aumento da imigração neste país e o aumento nos salários auferidos, várias famílias investiram no mercado imobiliário. Os preços das habitações estavam a aumentar (figura 3.10) e, portanto, existia uma expectativa de ganho com a venda das habitações adquiridas. Entre 1999 e 2007, o preço médio das novas casas e das casas adquiridas em segunda mão mais do que duplicou. Muitas famílias endividaram-se desta forma, gerando um sobreaquecimento dos setores imobiliário e bancário.

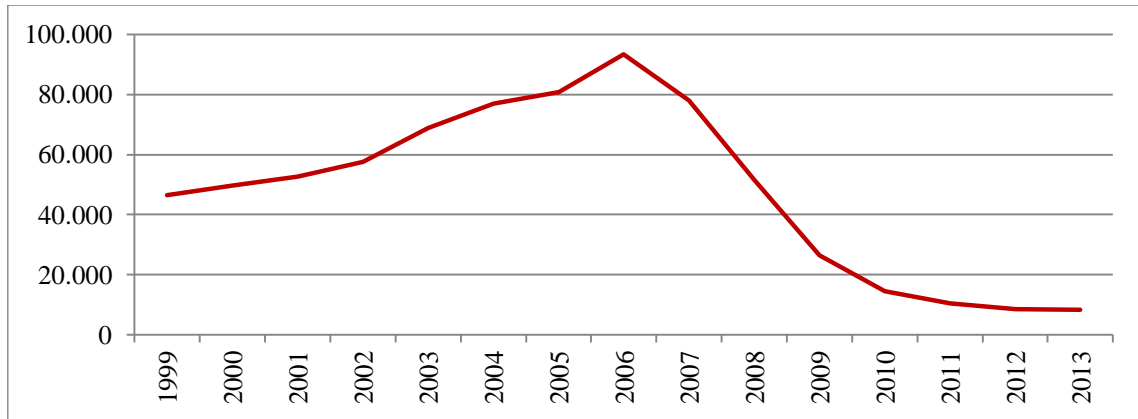
Figura 3.10: Preços médios das casas novas e em 2ª. mão da Irlanda, 1999-2013 (€)



Fonte: Departamento de Ambiente, Comunidade e Governo Local da Irlanda

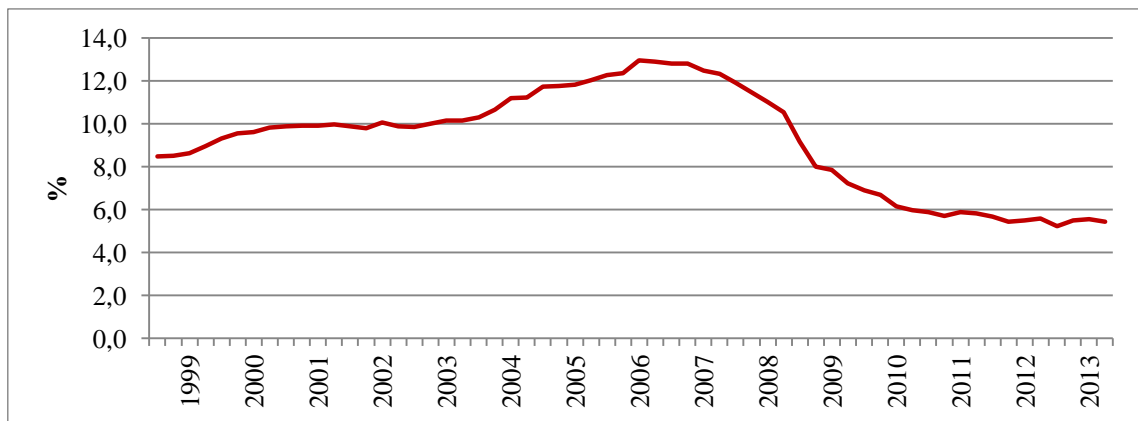
O crescimento do mercado imobiliário durante o período compreendido entre 1999 e 2006/2007 foi não só evidente ao nível dos preços, mas também da construção de novas habitações. Durante esse período, a construção de casas duplicou (foram construídas 46.512 casas em 1999 e 93.419 casas em 2006; ver figura 3.11). Adicionalmente, o aumento da percentagem de população empregada no setor da construção teve um grande impacto na manutenção do baixo valor da taxa de desemprego irlandesa face à média dos países da AE 12 (ver figuras 3.9 e 3.12).

Figura 3.11: Número total de casas construídas na Irlanda, 1999-2013



Fonte: Departamento de Ambiente, Comunidade e Governo Local da Irlanda

Figura 3.12: Peso do emprego no setor da construção no emprego total da Irlanda, 1999-2013 (%)



Fonte: Departamento de Ambiente, Comunidade e Governo Local da Irlanda

Este crescimento do mercado imobiliário, à semelhança do que aconteceu nos EUA, foi muito sustentado pelo setor bancário. A elevada procura por financiamento gerou um sobre-endividamento dos bancos irlandeses. Os depósitos que esses bancos detinham revelaram-se insuficientes para responder à procura e os bancos tiveram necessidade de recorrer a maiores empréstimos de outras instituições financeiras e monetárias (IFM) irlandesas (ver figura 3.13) e de outros investidores externos (Kitromilides, 2012). Conforme podemos verificar na figura 3.14, que apresenta os valores dos empréstimos e depósitos do setor privado em aberto nos balanços finais dos bancos irlandeses entre 1999 e 2013, a discrepância entre os depósitos obtidos e os

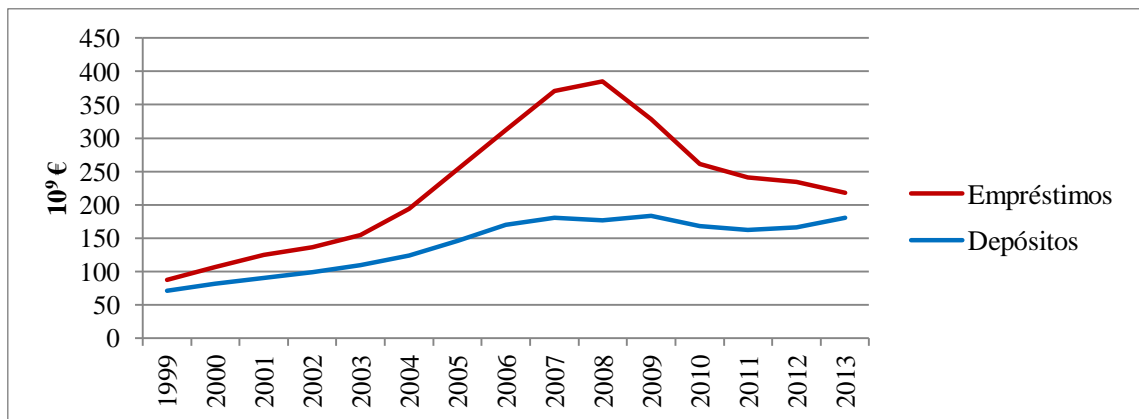
empréstimos concedidos às famílias e empresas privadas tornou-se cada vez maior ao longo dos anos até 2008.

Figura 3.13: Empréstimos concedidos por outras Instituições Financeiras e Monetárias aos bancos irlandeses, 1999-2013 (10^9 €)



Fonte: Boletins trimestrais N°2 do Banco Central da Irlanda de 2000 a 2014

Figura 3.14: Empréstimos e depósitos entre o setor privado e os bancos irlandeses, 1999-2013 (10^9 €)

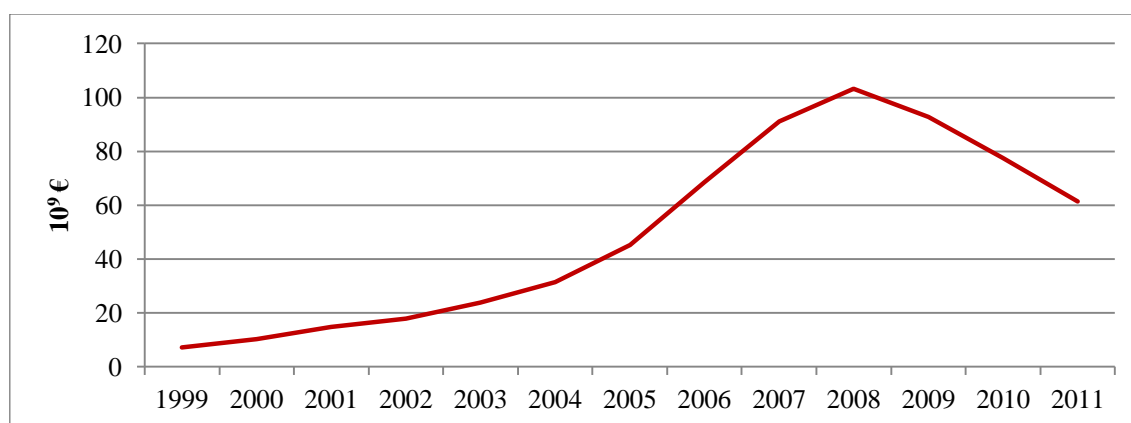


Fonte: Boletins trimestrais N°2 do Banco Central da Irlanda de 2000 a 2014

Vários autores, como Honohan (2006) e Kelly (2007), revelaram preocupações relativamente a este excessivo endividamento. Os bancos irlandeses estavam cada vez mais expostos ao mercado imobiliário e muitos economistas reiteravam que o preço das habitações não poderia crescer eternamente e que quando a bolha imobiliária rebentasse, os empréstimos concedidos pelos bancos poderiam não vir a ser reembolsados por falta de liquidez das famílias e das empresas. Adicionalmente, a solvência dos bancos

poderia estar em causa, dado que o valor dos seus ativos, maioritariamente associados ao setor imobiliário, crescia anual e substancialmente. Conforme podemos verificar na figura 3.15, que apresenta o valor do ativo de um dos principais bancos irlandeses, o Anglo Irish Bank, entre 1999 e 2011, o valor do ativo desse banco passou de 7,278 mil milhões de euros em 1999 para 103,166 mil milhões euros em 2008 e em 8 desses 10 anos, a taxa de crescimento anual do valor do ativo do banco foi superior a 20%. Este banco e o Irish Nationwide Building Society foram nacionalizados e fundidos num novo banco em 2011.

Figura 3.15: Valor do ativo do Anglo Irish Bank, 1999-2011 (10^9 €)



Fonte: Relatórios e Contas Anuais do Anglo Irish Bank.

Em 2008, as preocupações dos vários economistas confirmaram-se, com o rebenotar da bolha imobiliária. Os preços das habitações começaram a descer abruptamente (ver figura 3.10) e as taxas de juro a aumentar, o que causou uma diminuição do investimento no mercado imobiliário. As famílias e empresas privadas foram negativamente afetadas, nomeadamente por terem contraído empréstimos que naquele momento não conseguiam pagar, assim como os bancos, por grande parte dos seus ativos estarem associados ao mercado imobiliário. Para além destes fatores internos, os bancos irlandeses foram igualmente afetados pela crise financeira internacional que se fazia sentir, nomeadamente após a falência do Lehman Brothers. Os bancos irlandeses apresentavam dificuldades em conseguir reembolsar os elevados empréstimos externos que tinham contraído (Kitromilides, 2012).

Para prevenir que o sistema bancário irlandês fosse ainda mais negativamente afetado pela crise financeira interna e externa, o governo irlandês decidiu criar o Ato e o Programa de Apoio Financeiro às Instituições de Crédito. Estes instrumentos procuravam garantir os depósitos e dívidas dos seis principais bancos irlandeses e das suas subsidiárias no estrangeiro. De acordo com o Ato, essas garantias prevaleciam entre 29 de setembro de 2008 e 28 de setembro de 2010, tendo o Ministro das Finanças o poder de decidir que bancos necessitavam deste tipo de intervenção estatal. Em dezembro de 2009, o governo criou um novo Programa de Garantia das Responsabilidades Elegíveis que facilitou a emissão de novos títulos após setembro de 2010, sendo prolongado até dezembro de 2011. Estas garantias pretendiam restaurar a confiança nos bancos por parte dos mercados financeiros, mas não terão sido totalmente eficazes (Honohan, 2009 e Comissão Europeia, 2011a). Adicionalmente, o Estado injetou um total de 46 mil milhões de euros entre 2009 e 2010 no capital social de cinco das principais instituições bancárias irlandesas e criou a Agência de Gestão de Ativos Nacionais (NAMA), organismo responsável pela compra, gestão e venda dos ativos dos bancos associados ao mercado imobiliário (Comissão Europeia, 2011a).

Esta atuação do Estado no setor bancário irlandês originou problemas nas contas públicas do país. O saldo orçamental de 2010 foi -30,6% do PIB e a dívida pública ascendeu a 91,2% do PIB. Estes enormes desequilíbrios orçamentais conduziram à publicação por parte do governo irlandês do Plano de Recuperação Nacional, que consiste num conjunto de medidas que visam garantir a recuperação do crescimento sustentável da economia e das finanças públicas irlandesas. Este programa foi aplicado entre 2011 e 2014 e pretendeu ser um complemento às medidas exigidas pelo programa de ajuda externa definido pela UE e pelo FMI. A Irlanda decidiu pedir apoio financeiro externo a estas instituições, por não conseguir financiar-se diretamente nos mercados financeiros, dadas as elevadas taxas de juro requeridas e a descida do *rating* das obrigações soberanas.

O programa de ajustamento irlandês definiu que seriam transferidos 85 mil milhões de euros, dos quais 50 mil milhões de euros seriam utilizados na recuperação das contas públicas e 35 mil milhões de euros na reestruturação do setor bancário, caso se revelasse necessário. A União Europeia contribuiu com um total de 45 mil milhões de euros: 22,5 mil milhões de euros através do Mecanismo Europeu de Estabilização

Financeira (MEEF)³, 17,7 mil milhões de euros através do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF)⁴, e 4,8 mil milhões através de financiamentos bilaterais do Reino Unido, Suécia e Dinamarca. O FMI contribuiu com 22,5 mil milhões de euros e os restantes 17,5 mil milhões de euros seriam provenientes do Fundo de Reservas de Pensões Nacional e do Tesouro (Comissão Europeia, 2011a).

Para que a Irlanda recebesse este financiamento, ficou definido que seriam feitas várias avaliações ao longo do período do programa a fim de averiguar se as medidas de ajustamento previstas no programa de assistência financeira estavam a ser cumpridas. Essas medidas de ajustamento dividiam-se em três áreas principais: o setor bancário, as contas públicas e as reformas estruturais.

A atuação prevista no setor bancário tinha como objetivo principal a restauração da confiança dos investidores no setor, através da recapitalização e reorganização/diminuição da dimensão dos bancos. Uma das medidas previstas no âmbito da recapitalização dos bancos consistiu no aumento do rácio mínimo *core Tier 1* dos bancos de 8% para 10,5%⁵.

Para reorganizar e diminuir a dimensão dos balanços dos bancos, foram previstas várias análises a serem efetuadas em 2011, como a Avaliação de Níveis Prudenciais de Capital (PCAR), com o objetivo de analisar a qualidade dos ativos dos bancos através da construção de *stress tests* rigorosos, e a Avaliação de Níveis Prudenciais de Liquidez (PLAR), a fim de averiguar como diminuir a alavancagem do setor bancário. Adicionalmente, iriam ser definidas medidas para limitar a dívida dos consumidores sobre-endividados, sem prejudicar os credores e investidores dos bancos.

Dada a dimensão excessiva dos balanços de alguns bancos, ficou definido no programa de ajustamento que vários ativos desses bancos que estavam diretamente relacionados com o mercado imobiliário, como as hipotecas, seriam vendidos através da NAMA. Para os casos específicos do Anglo Irish Bank e do Irish Nationwide Building Society (INBS), os dois bancos irlandeses mais expostos à crise financeira que

³ O Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) consiste num apoio financeiro, sob a forma de empréstimo ou de linha de crédito, concedido a um Estado-membro da UE que apresente ou que possa vir a apresentar dificuldades graves de natureza financeira e que não consiga controlar os acontecimentos dos quais essas dificuldades derivam.

⁴ O Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), à semelhança MEEF, pretende prestar assistência financeira, embora apenas aos Estados-membros da Área do Euro.

⁵ O rácio *core Tier 1* consiste num indicador de solvabilidade dos bancos, que resulta da divisão entre os capitais próprios do banco e o valor total dos ativos.

posteriormente se fundiram num só banco nacionalizado designado de Irish Bank Resolution Corporation, ficou previsto no programa de ajustamento que o Estado procuraria diminuir as perdas de capital para os investidores, perdas essas que seriam cobertas pelo próprio Estado. Adicionalmente, ficou contemplado que poderia ser necessário o Estado injetar mais capital nesses bancos e que os depósitos dos mesmos seriam transferidos para outras instituições bancárias.

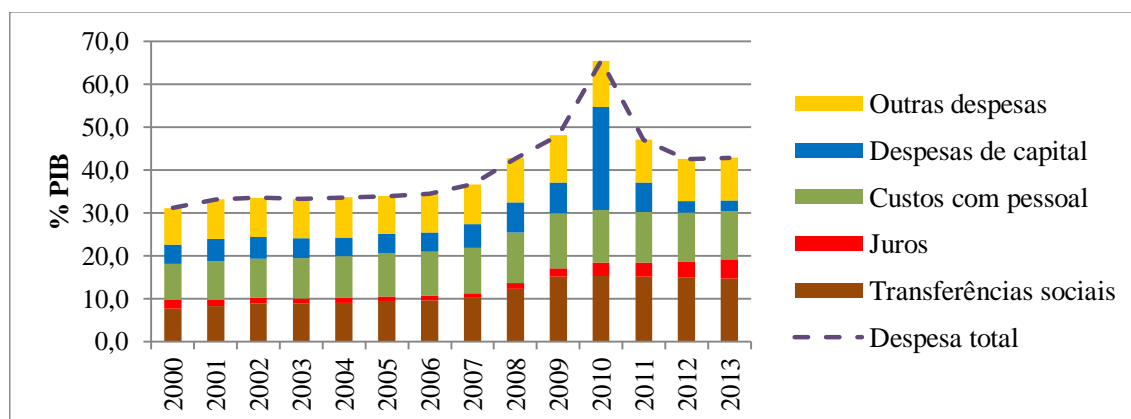
Ao nível das finanças públicas, a principal base das medidas é o Plano de Recuperação Nacional de 2011 a 2014, que consiste num conjunto de medidas de consolidação orçamental a serem executadas nesse período. Ainda que essas medidas fossem rigorosas, existia a expectativa de que a economia irlandesa iria crescer através do aumento das suas exportações e que, portanto, esse efeito negativo sobre a vida dos cidadãos poderia ser minorado.

De acordo com o Plano, a Irlanda teria de efetuar uma consolidação orçamental de 15 mil milhões de euros (uma correção orçamental de 9% do PIB) entre 2011 e 2014, sendo dois terços através de contração da despesa e um terço através de receita fiscal. Ao nível da redução das despesas, as três principais áreas em que o Estado teria de se focar eram as pensões, os apoios sociais prestados e a despesa salarial da função pública. Conforme podemos verificar na figura 3.16, que apresenta o peso de cada tipo de despesa pública irlandesa face ao PIB entre 2000 e 2013, essas áreas eram as principais fontes de despesa. As medidas concretizadas incluem a redução de pessoal na função pública, a realocação do pessoal para áreas em que era mais necessário e a redução de salários, tudo isto cumprindo o acordo realizado entre o governo e os vários sindicatos associados à função pública. No caso das despesas com a educação, ficou fixado, nomeadamente, o aumento do horário de trabalho dos professores e restante *staff* em mais uma hora por semana, para além da redução dos seus salários. Ao nível da saúde, foram feitos esforços para haver uma maior centralização dos serviços e uma maior mobilidade do pessoal.

Relativamente aos aumentos da receita, o Plano definiu o aumento da base de incidência dos impostos sobre o rendimento, a taxa do imposto sobre o valor acrescentado deveria passar de 21% para 22% em 2013 (e para 23% em 2014), os

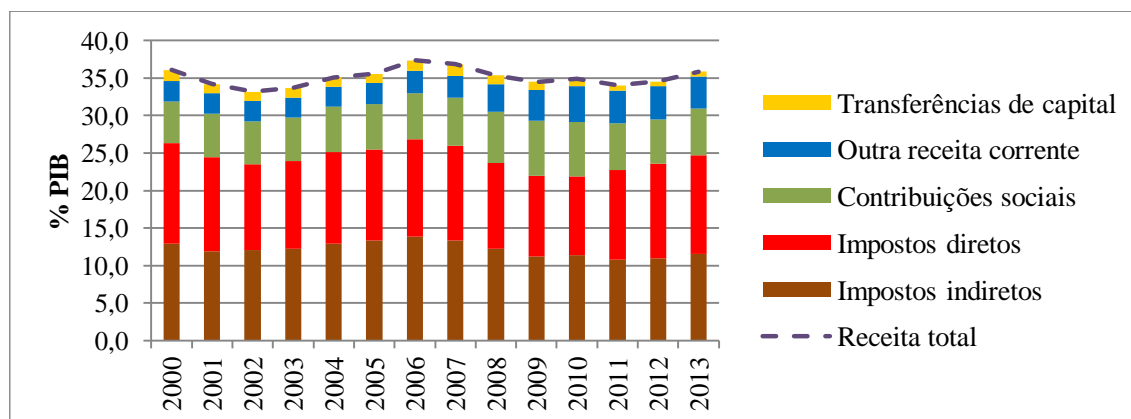
impostos sobre as aquisições de capital⁶ e sobre os ganhos de capital deveriam aumentar, assim como o imposto sobre o carvão, entre outras medidas (ver figura 3.17).

Figura 3.16: Peso de cada tipo de despesa pública irlandesa face ao PIB, 2000-2013 (% PIB)



Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

Figura 3.17: Peso de cada tipo de receita pública irlandesa face ao PIB, 2000-2013 (% PIB)



Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

O Plano de Recuperação Nacional definiu igualmente medidas para reformar estruturalmente a economia irlandesa, melhorando a competitividade e o crescimento do país. O Plano previu a redução do salário mínimo nacional e reformas ao nível de

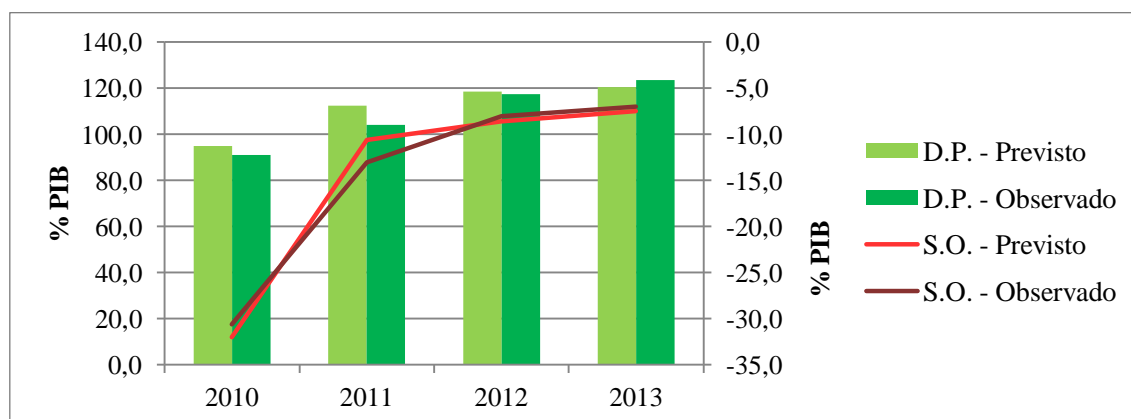
⁶ “Os impostos sobre aquisições de capital incluem o imposto de doação, o imposto de herança, imposto fiduciário discricionário e imposto sucessório. Uma herança é um benefício gratuito derivado de uma morte e uma doação é um benefício gratuito com outra origem que não uma morte.” (Fonte: www.revenue.ie/pt/leaflets/guide.pdf).

subsídios e outros apoios sociais, com o objetivo de fomentar a criação de emprego e de diminuir o desemprego de longa duração, o aumento da eficiência na administração pública para reduzir os custos no setor privado e da disponibilidade de infraestruturas tecnológicas no setor público e privado, entre outras medidas. Relativamente ao sistema de pensões e às reformas, o Plano previu uma alteração no cálculo do valor da pensão: utilizar os rendimentos médios da carreira ao invés de se utilizar o último vencimento do trabalhador e o aumento da idade da reforma em 2014 de 65 para 66 anos (e novas alterações em 2021 para 67 e em 2028 para 68 anos).

A 14 de novembro de 2013, o governo irlandês decidiu concluir o programa de ajustamento sem recorrer a um programa cautelar. Citando o Ministro das Finanças, Michael Noonan, “a confiança dos mercados na Irlanda é elevada, as finanças públicas estão sob controlo, nós estamos a reduzir os níveis do nosso défice e dívida e as condições e expetativas económicas estão a melhorar. (...) O setor financeiro também esteve sujeito a uma significativa reestruturação e tem estado estabilizado.”⁷

As projeções dos valores dos saldos orçamentais e *stocks* de dívida pública para 2010 e 2013 que constam do programa de ajustamento (na versão de novembro de 2010) e os valores efetivamente observados estão refletidos na figura 3.18. Conforme podemos verificar pela figura, os resultados conseguidos não diferiram substancialmente dos inicialmente previstos.

Figura 3.18: *Stocks* de dívida pública (D.P.) e saldos orçamentais (S.O.) projetados e observados, 2010-2013 (% PIB)



Fonte: Comissão Europeia (2011a) e AMECO (à data de 24.07.2014).

⁷ Fonte: <http://www.finance.gov.ie/ga/news-centre/speeches/current-minister/speech-minister-finance-dail-motion-irelands-exit-euimf>

A dívida pública continuou a aumentar, mas os défices orçamentais diminuíram significativamente (em 2010, o défice orçamental foi 30,6% do PIB, enquanto em 2013 totalizou 7% do PIB). Esta recuperação substancial ao nível das finanças públicas tem tido igualmente impacto no sistema bancário. Os bancos irlandeses têm conseguido aceder aos mercados e financiarem-se a baixas taxas de juro, ainda que perdure um número elevado de créditos de cobrança duvidosa. Isto indica que o setor financeiro se encontra a recuperar gradualmente.

Ao nível da competitividade externa, conforme podemos observar na tabela 3.4, os saldos da balança corrente alcançados são ligeiramente superiores aos previstos. Os custos unitários de trabalho diminuíram mais do que previsto em 2010 e 2011, tendo variado entre 0% e 1% em relação ao ano anterior em 2012 e 2013.

Tabela 3.4: Valores projetados e observados de alguns indicadores-chave, 2010-2013

Indicadores-chave	2010		2011		2012		2013	
	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs
Taxa de crescimento PIB real	-0,2	-1,1	0,9	2,2	1,9	0,2	2,5	-0,3
IHPC	-1,5	-1,6	0,4	1,2	0,6	1,9	1,6	0,5
Balança corrente (% PIB)	-0,9	1,1	1,2	1,2	2,2	4,4	2,6	6,6
Taxa de desemprego	13,6	13,9	13,4	14,7	12,7	14,7	11,6	13,1
Procura doméstica (taxa de variação)	-4,3	-4,5	-3,4	-1,8	-0,7	-1,6	0,4	-0,2
CUT (taxa de variação)	-5,5	-6,7	-1,5	-4,0	-1,2	0,0	-0,2	1,0

Legenda: Pre: Valor Previsto; Obs: Valor Observado; IHPC: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor; CUT: Custos Unitários de Trabalho.

Fonte: Comissão Europeia (2011a), Eurostat e AMECO (à data de 24.07.2014).

Podemos, portanto, concluir que o programa de ajustamento realizado na Irlanda foi, de uma forma geral, bem-sucedido, ainda que o governo tenha de continuar a aplicar algumas das medidas implementadas durante o período do programa. No primeiro relatório pós-programa elaborado, a Comissão Europeia (2014) e o Fundo Monetário Internacional (2014) concluíram que as tendências de ajustamento observadas durante o programa perduraram após o seu término, mas ainda devem ser feitos mais esforços de consolidação orçamental, de diminuição do endividamento do setor privado e ainda no que diz respeito à debilidade de muito ativos nos bancos

nacionais. Ainda assim, o peso do setor imobiliário na economia irlandesa diminuiu substancialmente, o mercado financeiro está a recuperar favoravelmente, nomeadamente na reestruturação dos empréstimos, e continuam a ser implementadas reformas estruturais ao nível do mercado de trabalho e da concorrência de setores muito protegidos.

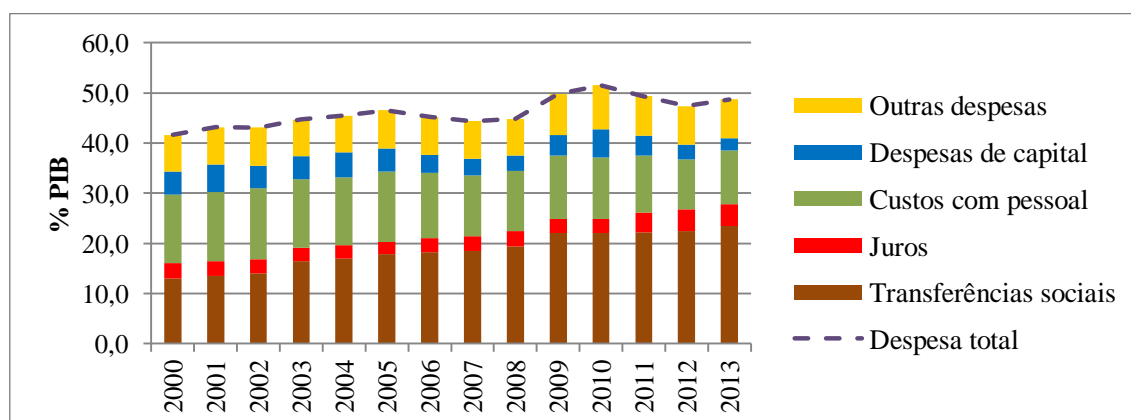
3.3 Portugal

Os problemas que justificaram a necessidade de um pedido de ajuda externa por parte do governo português não são recentes. À semelhança da Grécia, para além da insustentabilidade e agravamento da situação das contas públicas e da deterioração persistente e significativa da posição externa da economia, vários setores da economia necessitavam de reformas estruturais, nomeadamente o mercado do trabalho, o setor da justiça, da educação, da saúde e dos transportes. Com a recessão iniciada em 2009, os défices orçamentais e externos crónicos geraram uma deterioração da confiança e crescentes pressões dos mercados sobre a dívida portuguesa, fomentadas pelos desenvolvimentos negativos nos mercados de obrigações soberanas da Área do Euro. O *rating* da dívida soberana portuguesa e de outras instituições nacionais foi diminuído, nomeadamente o dos bancos que estavam excessivamente dependentes do financiamento externo. O Estado e os bancos deixaram de conseguir financiar-se diretamente nos mercados e, conseqüentemente, Portugal pediu ajuda financeira externa à UE e ao FMI (Comissão Europeia, 2011b e Leão e Palacio-Vera, 2012).

Desde a adesão à Área do Euro, Portugal apresentou dificuldades em cumprir os valores de referência do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Portugal não aproveitou as fases de expansão para consolidar as suas contas públicas, originando uma deterioração significativa da sua posição orçamental. As figuras 3.19 e 3.20 apresentam o peso de cada tipo de despesa pública e de receita pública no PIB entre 2000 e 2013, respetivamente. Pela análise da figura 3.19, podemos verificar que a despesa pública manifestou uma tendência crescente, nomeadamente entre 2000 e 2005 e entre 2008 e 2010, sendo principalmente devida a transferências sociais pagas e a custos com pessoal. Entre 2000 e 2010, as transferências sociais representaram entre 31,2% e 44,2% da despesa total e os custos com pessoal entre 23,8% e 33,0% da despesa total. Por outro lado, pela análise da figura 3.20, embora a receita também apresentasse uma

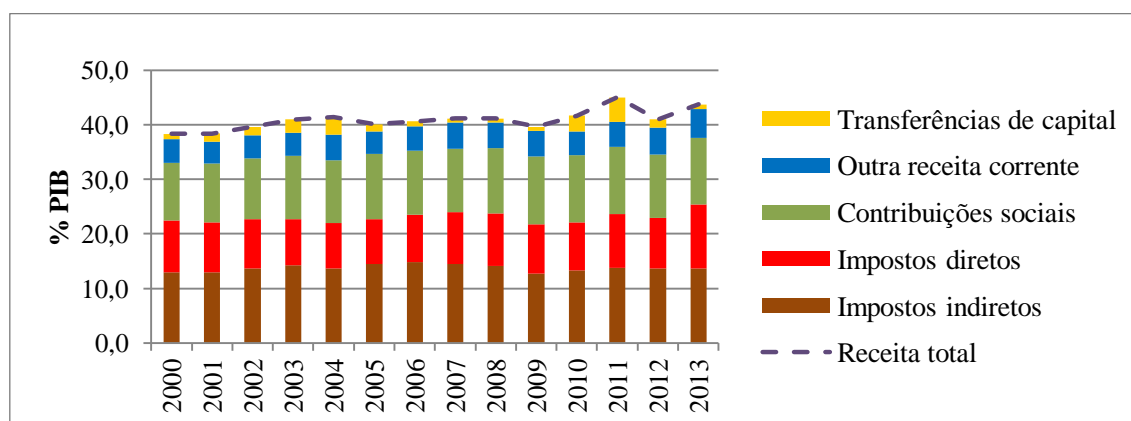
tendência crescente entre 2000 e 2004, esse aumento não era suficiente para compensar o acréscimo da despesa. As principais fontes de receitas foram os impostos indiretos e as contribuições sociais recebidas. Entre 2000 e 2010, os impostos indiretos representaram entre 32,0% e 36,6% da receita total e as contribuições sociais entre 27,6% e 31,5% da receita total.

Figura 3.19: Peso de cada tipo de despesa pública portuguesa face ao PIB, 2000-2013 (% PIB)



Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

Figura 3.20: Peso de cada tipo de receita pública portuguesa face ao PIB, 2000-2013 (% PIB)

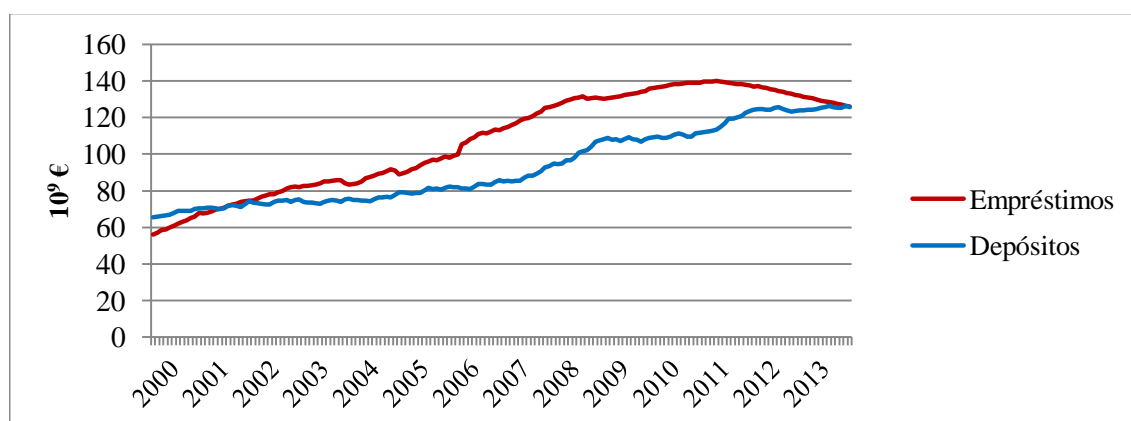


Fonte: AMECO (à data de 24.07.2014).

Os sucessivos défices orçamentais e o conseqüente crescimento do *stock* de dívida pública excessivo resultantes da falta de disciplina orçamental tiveram impacto no setor bancário excessivamente alavancado, nomeadamente por estas instituições financeiras

portuguesas serem um dos principais investidores em dívida soberana portuguesa. O excesso de endividamento que os bancos nacionais apresentaram desde a adesão de Portugal à UEM deveu-se ao excesso de procura por crédito por parte dos particulares e das sociedades não financeiras, nomeadamente devida à maior facilidade de acesso ao crédito. Pela análise da figura 3.21, que apresenta o valor total de empréstimos concedidos e de depósitos obtidos pelo setor bancário português aos/dos particulares, podemos verificar que desde 2001 o financiamento concedido pelos bancos às famílias é superior ao valor depositado pelas mesmas. Os bancos tiveram necessidade de recorrer a instituições financeiras internacionais, ficando extremamente dependentes dessas instituições.

Figura 3.21: Valor total dos empréstimos concedidos e dos depósitos obtidos aos/dos particulares pelo setor bancário português, 2000-2013 (10^9 €)



Fonte: Banco de Portugal (à data de 24.07.2014).

Com o eclodir da crise nos mercados financeiros internacionais, que teve início no verão de 2007 e que se exacerbou em setembro de 2008 após a falência do Lehman Brothers, tratando-se a economia portuguesa de uma pequena economia, e com a descida dos *ratings* das instituições financeiras, a situação do setor bancário português deteriorou-se substancialmente. Embora o impacto da crise financeira não tenha sido tão significativo no setor bancário português quanto no irlandês, uma vez que os ativos dos bancos não estavam tão expostos ao mercado imobiliário, as instituições financeiras tiveram dificuldades em se financiarem, à semelhança do Estado português.

Em 2009, os investidores e credores da dívida soberana e das instituições bancárias portuguesas apresentavam preocupações não só com a sustentabilidade das

finanças públicas, mas igualmente com a deterioração significativa da competitividade da economia portuguesa, claramente perceptível pelos consecutivos défices externos. Conforme podemos verificar na figura 2.9, entre 1999 e 2006 (exceto em 2003), Portugal foi o país da Área do Euro com o maior défice da balança corrente. Várias razões justificam estes défices, nomeadamente a perda de quota de mercado nas exportações de produtos têxteis e calçado para países com mão-de-obra mais barata, como a China; os crescentes custos unitários de trabalho; o baixo nível de escolaridade da população ativa portuguesa; a rigidez e as ineficiências nos mercados de trabalho e do produto, entre outros (Comissão Europeia, 2011b).

Em 2011, após o chumbo de uma nova atualização do Programa de Estabilidade e Crescimento pelo Parlamento português, o governo decidiu pedir assistência financeira externa. O programa de ajustamento financeiro previu a transferência de 78 mil milhões de euros, entre 2011 e 2014. Um terço desse valor seria concedido pelo FMI e os restantes dois terços pela União Europeia ao abrigo do MEEF e do FEEF. À semelhança dos outros programas de ajustamento, o programa português incluiu medidas de atuação em três vertentes: no setor financeiro, nas finanças públicas e a realização de alterações estruturais (Comissão Europeia, 2011b).

Ao nível do setor financeiro, o objetivo principal do programa de assistência era a preservação da estabilidade desse setor. Em novembro de 2008, o governo decidiu nacionalizar o Banco Português de Negócios, para salvaguardar os depósitos dos clientes e evitar o contágio dos problemas que este banco apresentava para o restante setor financeiro. Uma das medidas previstas no programa de ajustamento era a venda desse banco, a qual se concretizou em julho de 2011. Adicionalmente, para garantir a liquidez do setor bancário, as autoridades comprometeram-se a facilitar a emissão de obrigações bancárias garantidas pelo Estado até ao montante de 35 mil milhões de euros, e com o objetivo de desalavancar o sistema bancário, foram definidos rácios mínimos de solvabilidade dos capitais dos bancos mais exigentes. Foi ainda reforçada a supervisão bancária, nomeadamente através da contratação de especialistas.

Relativamente às contas públicas, Portugal comprometeu-se a realizar um grande esforço de consolidação orçamental. Um dos objetivos do programa de ajustamento português para as contas públicas era a redução do défice das Administrações Públicas para menos de 5,9% do PIB em 2011, 4,5% em 2012 e 3% em 2013. Para alcançar tais

objetivos, o programa previu várias medidas de redução da despesa e do aumento da receita.

Ao nível da receita, foram eliminadas as taxas reduzidas de IRC e aumentadas a derrama estadual, foi limitada a dedução de prejuízos fiscais contabilizados em anos anteriores, foram aumentados os descontos para o IRS, introduzidos limites máximos para as várias deduções fiscais, reduzidas as isenções em sede de IVA, aumentada a taxa de IVA aplicada a determinados bens e serviços (por exemplo, a taxa de imposto aplicada na restauração aumentou de 13% para 23%) e aumentados os impostos sobre veículos, tabaco e outros bens de consumo.

Ao nível da despesa, ficaram definidas várias medidas que procuravam uma melhoria do funcionamento da administração central, nomeadamente, através da redução do número de serviços públicos, da reorganização das administrações locais e regionais e a sua redução de custos (redução do número de freguesias, do número de escolas e hospitais, entre outras) e da promoção da mobilidade dos trabalhadores das administrações central, regional e local. Adicionalmente, ficou ainda prevista a diminuição dos custos com pessoal, nomeadamente, através do congelamento de salários e de pensões, da redução das transferências para as administrações regionais e locais e da diminuição das despesas de investimento.

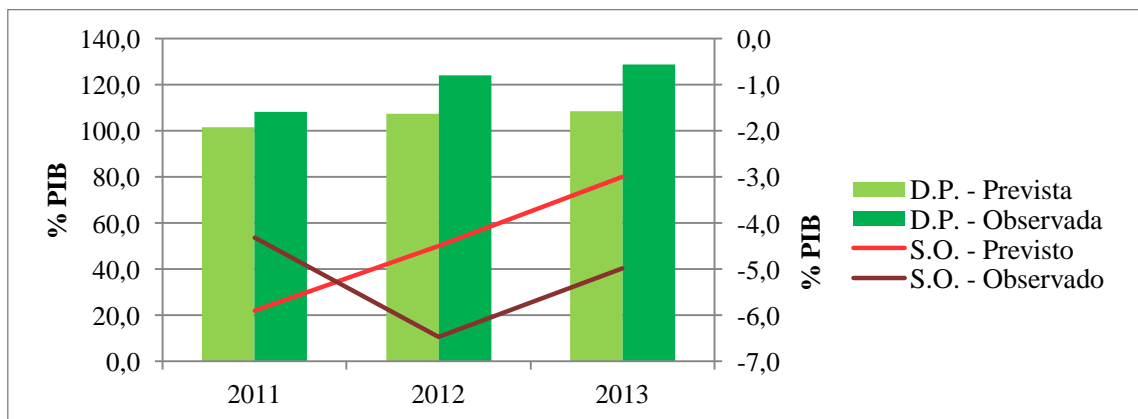
Ficaram ainda previstas no programa de ajustamento medidas de redução da despesa com carácter estrutural. Os custos operacionais do Setor Empresarial do Estado (SEP) foram reduzidos e foram definidos limites mais restritos de endividamento do SEP. Os programas de privatizações de várias empresas foram acelerados e várias parcerias público-privadas foram alvo de revisão e auditoria⁸.

As áreas da saúde e do mercado de trabalho deveriam igualmente sofrer alterações. No primeiro caso, as taxas moderadoras do Sistema Nacional de Saúde aumentaram e foi incentivado que os médicos receitassem mais medicamentos genéricos do que de marca, a fim de reduzir as participações estatais. A rede hospitalar foi e continua a ser reorganizada, de forma a reduzir e a concentrar os serviços hospitalares prestados. Ao nível do mercado de trabalho, para além da já referida promoção da flexibilização da mobilidade dos trabalhadores, realizou-se uma reforma no sistema de prestações de desemprego. O subsídio de desemprego e a

⁸ Direção-Geral do Tesouro (2012).

duração máxima do subsídio de desemprego foram reduzidos, assim como as compensações por cessação de contrato de trabalho, de forma a aproximar-se do nível médio da UE. Foram feitos ajustamentos às regras dos novos contratos de trabalho, pretendendo o combate da segmentação do mercado de trabalho e o aumento dos contratos sem termo.

Figura 3.22: *Stocks* de dívida pública (D.P.) e saldos orçamentais (S.O.) projetados e observados para Portugal, 2011-2013 (% PIB)



Fonte: Comissão Europeia (2011b) e AMECO (à data de 24.07.2014).

As projeções dos valores dos saldos orçamentais e *stocks* de dívida pública no programa de ajustamento de maio de 2011 entre 2011 e 2013 após a implementação destas medidas estão refletidas na figura 3.22. Os valores apresentados foram calculados em 2011, quando Portugal requereu ajuda externa, tendo sido atualizados ao longo das várias avaliações regulares ao cumprimento do programa. Conforme podemos observar na figura, a dívida pública efetiva foi superior ao projetado em todos os anos. Parte deste resultado deve-se ao facto de o valor dos défices orçamentais observados não corresponder ao previsto. Em 2011, o défice orçamental foi inferior ao previsto devido à transferência dos fundos de pensões dos bancos para o sistema nacional de segurança social. Esta transferência gerou uma receita de capital de 3,5% do PIB (Comissão Europeia, 2012a). Em 2012, Portugal apresentou um défice orçamental superior ao de 2011, ao contrário das projeções. Isto deveu-se essencialmente a menores receitas fiscais, a défices superiores nos orçamentos da segurança social, a medidas *one-off*, como as injeções de capital na CGD (Comissão Europeia, 2012b e Comissão Europeia, 2013a). Relativamente a 2013, o défice orçamental foi superior ao inicialmente previsto,

principalmente, devido ao facto de, ao contrário do que tinha sido previsto, a economia portuguesa ter continuado em recessão (ver tabela 3.5).

Tabela 3.5: Valores projetados e observados de alguns indicadores-chave de Portugal, 2011-2013

Indicadores- chave	2011		2012		2013	
	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs
PIB real (% anual)	-2,2	-1,3	-1,8	-3,2	1,2	-1,4
IHPC	3,4	3,6	2,0	2,8	1,4	0,4
Balança corrente (% PIB)	-7,5	-7,2	-5,2	-2,2	-3,9	0,4
Taxa de desemprego	12,2	12,9	12,9	15,9	12,4	16,5
Procura doméstica (taxa de variação)	-5,7	-5,1	-4,7	-6,7	-0,4	-2,6
CUT (taxa de variação)	0,7	-0,8	0,4	-3,1	-0,4	2,0

Legenda: IHPC – Índice Harmonizado de Preços no Consumidor; CUT – Custos Unitários de Trabalho. Pre: Valor Previsto; Obs: Valor Observado.

Fonte: Comissão Europeia (2011b), Eurostat e AMECO (à data de 24.07.2014).

Pela tabela 3.6, que apresenta os valores projetados aquando da elaboração do programa de ajustamento e os observados do peso do tipo de receita e de despesa no PIB entre 2011 e 2013, podemos verificar que era pretendido que a consolidação orçamental fosse executada em maior grau pelo lado da despesa do que da receita. Adicionalmente, foi projetado que os impostos indiretos e as contribuições sociais continuariam a ser a principal fonte de receita do Estado e que as transferências sociais constituiriam a maior parcela de despesa efetuada. Os valores observados destas variáveis não diferem substancialmente dos valores projetados (a maior diferença observada foi na despesa total de 2013, tendo-se verificado um valor superior ao previsto em 3,4 pontos percentuais). No entanto, o mesmo não ocorreu na taxa de crescimento do PIB (ver tabela 3.5). Apesar de a recessão observada não ter sido tão significativa quanto a prevista para 2011, em 2012 a situação inverteu-se, estando previsto um decréscimo do PIB de 1,8% e tendo-se verificado um decréscimo de 3,2% do PIB. Adicionalmente, em 2013 estava inicialmente projetado um crescimento da economia; no entanto o PIB decresceu 1,4%.

Tabela 3.6: Valores previstos e observados do total e por tipo de receita e despesa portuguesas, 2011-2013 (% PIB)

Receita e despesa	2011		2012		2013	
	Pre	Obs	Pre	Obs	Pre	Obs
Impostos indiretos	13,9	13,7	14,3	13,7	14,4	13,6
Impostos diretos	9,1	9,9	9,3	9,3	9,4	11,8
Contribuições sociais recebidas	12,5	12,3	12,5	11,6	12,3	12,2
Outra receita corrente	5,0	4,6	5,0	4,9	4,9	5,2
Transferências de capital recebidas	1,3	4,6	1,3	1,5	1,3	0,9
Receita total	41,8	45,0	42,4	40,9	42,3	43,7
Transferências sociais efetuadas	22,0	22,1	21,9	22,5	21,5	23,5
Juros pagos	4,2	4,0	4,8	4,3	5,1	4,3
Custos com pessoal	11,5	11,3	11,2	10,0	10,7	10,7
Outra despesa corrente	7,2	7,9	6,5	7,7	5,9	7,7
Despesas de capital	2,8	4,0	2,5	2,9	2,1	2,4
Despesa total	47,7	49,3	46,9	47,4	45,3	48,7

Legenda: Pre: Valor Previsto; Obs: Valor Observado.

Fonte: Comissão Europeia (2011b), AMECO e Eurostat (à data de 24.07.2014).

Figura 3.23: Taxas de variação anual previstas e observadas das exportações e importações de bens e serviços portuguesas, 2011-2013 (%)



Fonte: Comissão Europeia (2011b) e AMECO (à data de 24.07.2014).

Relativamente ao nível de competitividade da economia portuguesa, a balança corrente evidenciou uma melhoria, em parte devida à melhoria na balança comercial (ver tabela 3.5 e figura 3.23) e a inflação diminuiu, tendo sido inferior ao projetado para

2013. A taxa de desemprego aumentou substancialmente em 2012, tendo apresentado uma trajetória crescente e evidenciando-se anualmente superior ao projetado, o que poderá indicar que as medidas de criação de emprego previstas não produziram os efeitos pretendidos. Adicionalmente, os custos nominais unitários de trabalho diminuíram em 2011 e 2012, sobretudo devido aos cortes salariais efetuados na função pública.

Em maio de 2014, o programa de resgate financeiro terminou sem programa cautelar. No entanto, esse facto não invalida que Portugal não tenha de continuar a executar medidas de consolidação orçamental. Como vimos, o défice orçamental e o *stock* de dívida pública continuam a ser muito superior aos 3% e 60% do PIB, valores máximos previsto pelo PEC. Ainda assim, a competitividade está aparentemente a melhorar, dado que conseguiu apresentar um saldo positivo da balança corrente em 2013 (0,5% do PIB). Portugal terá de continuar a implementar reformas estruturais e a contrair o seu défice orçamental para que a economia possa crescer e recuperar efetivamente da crise em que caiu, resultante do excesso de dívida pública e privada.

4. Área do Euro no longo prazo: Medidas de correção e prevenção de crises

A crise económica evidenciou várias vulnerabilidades ao nível das finanças públicas e da regulação dos mercados financeiros dos Estados-membros da Área do Euro, assim como a necessidade de uma maior coordenação económica. Após o início da recessão económica da UEM em 2009 e da crise da dívida soberana iniciada em 2010, tornou-se evidente que seria necessário implementar novas medidas e reformular as já existentes para corrigir a situação atual e prevenir futuras crises. Tornou-se claro que os países não aproveitaram anteriormente as fases de crescimento económico para criarem “folgas orçamentais”, através da diminuição das suas despesas e/ou do aumento das suas receitas.

No capítulo anterior, analisámos os programas de ajustamento adotados pelos países com maiores dificuldades financeiras, visto não estarem a conseguir financiar-se diretamente nos mercados. No entanto, a correção dos desequilíbrios orçamentais numa perspetiva de curto prazo não é suficiente. É importante que os Estados-membros demonstrem compromisso na resolução sólida das suas fragilidades e na prevenção de futuras crises de dívida soberana. Têm sido apresentadas na literatura várias soluções para este objetivo, sendo uma das mais discutidas uma (nova) reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Alvo de várias críticas desde o início, o Pacto já sofreu três reformas ao longo dos anos (em 2005, 2011 e 2013) e continua a ser considerado como insuficiente na sua função disciplinadora do desempenho das finanças públicas da Área do Euro.

Neste capítulo iremos analisar duas soluções de prevenção de crises futuras que já foram implementadas - o PEC e o Semestre Europeu -, uma solução que ainda se encontra numa fase inicial - a criação de uma união bancária - e uma proposta de solução que tem sido discutida na literatura - a emissão de euro-obrigações.

4.1 O Pacto de Estabilidade e Crescimento e as suas reformas

Uma das maiores dificuldades da terceira fase da União Económica e Monetária europeia iniciada em 1999 consistiu na coordenação de uma política monetária única com várias políticas orçamentais dos Estados-membros. Os critérios de convergência

impostos na fase de preparação para a moeda única visaram, entre outros objetivos, homogeneizar as políticas orçamentais, de forma a não existirem disparidades muito significativas e preocupantes entre os diferentes países. Conforme vimos no capítulo 2, 11 países da União Europeia fizeram esforços substanciais para o cumprimento desses critérios até 1999 e tornaram-se os países fundadores da Área do Euro. No entanto, aquando da elaboração do Tratado de Maastricht, foi defendido que esse esforço de consolidação e disciplina orçamental deveria caracterizar as finanças públicas dos países da UEM não apenas antes, mas também após a sua adesão à moeda única. Sendo assim, ficou definida a criação de um conjunto de regras orçamentais a serem cumpridas pelos países uma vez pertencendo à Área do Euro, o Pacto de Estabilidade e Crescimento¹.

O Pacto está dividido em duas componentes: a componente preventiva e a componente corretiva. A componente preventiva procura garantir a coordenação e a disciplina das políticas orçamentais praticadas pelos países da UEM, prevenindo situações insustentáveis das finanças públicas e crises económicas. Esta componente é formalizada pelos Programas de Estabilidade (responsabilidade dos Estados-membros da Área do Euro) e de Convergência (responsabilidade dos restantes países da União Europeia). A componente corretiva foca-se no cumprimento dos limites máximos definidos para o défice orçamental e a dívida pública dos Estados-membros e, caso os mesmos não sejam cumpridos, implementa os Procedimentos dos Défices Excessivos (PDE). Enquanto a componente preventiva pretende criar uma uniformização das regras estabelecidas para todos os Estados-membros e garantir que as mesmas sejam cumpridas, nomeadamente através da supervisão, a componente corretiva define a forma de atuação em caso de incumprimento.

Apesar de estarem definidos limites para o défice orçamental e para a dívida pública, os PDE previstos na componente corretiva tomam em consideração principalmente o limite para o défice orçamental. Isto é, para que um Estado-membro incorra num PDE basta que o seu défice orçamental seja superior a 3 por cento do PIB e que não se trate de uma situação “meramente excecional e temporária”. Esta situação excecional poderá dever-se a fatores exógenos não controláveis pelas autoridades do

¹ Este acordo entre os vários países da União Europeia ficou definido na resolução do Conselho Europeu de Amesterdão em 1997 e nos regulamentos Comissão Europeia (1997a) e Comissão Europeia (1997b). O Regulamento (CE) nº 1466/97 diz respeito ao reforço da supervisão das situações orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas. O Regulamento (CE) nº 1467/97 diz respeito à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos.

respetivo Estado-membro ou situações de grave recessão. A decisão de que o déficit de um país pode ser considerado como excessivo é tomada por maioria qualificada pelo Conselho de Ministros de Economia e Finanças (Conselho Ecofin), com base nas recomendações da Comissão Europeia. Caso seja considerado que o país se encontra numa situação de incumprimento e o mesmo não implemente medidas de correção, continuando a apresentar défices excessivos, o Conselho Ecofin poderá impor sanções a esse país.

Para prevenir que os Estado-membros fossem confrontados com esta situação, o Pacto estabeleceu que os países deveriam definir e cumprir um objetivo orçamental de médio prazo, isto é, um valor próximo do equilíbrio ou até excedentário, e as respetivas trajetória de ajustamento e evolução previstas para o rácio da dívida pública, expressos nos seus programas de estabilidade e de convergência. Esses programas são definidos numa base anual, com informação sobre, pelo menos, cinco anos, nomeadamente, o ano corrente, o anterior e os três anos posteriores.

Várias críticas foram feitas a esta versão inicial do Pacto, designadamente a falta de flexibilidade do mesmo (p.e., o déficit orçamental de qualquer Estado-membro da Área do Euro não pode ser superior a 3 por cento do PIB, exceto em situações excecionais, ainda que os países não sejam todos iguais (Wyplosz, 2002)), a assimetria face ao ciclo económico (o Pacto define limites para a atuação da política orçamental em fases desfavoráveis, mas não cria incentivos para que os países aproveitem as fases de expansão para melhorarem o seu saldo orçamental (Brunila, 2002, Buti et al., 2003 e Loureiro, 2008)), a quase inexistente importância atribuída ao critério da dívida pública e ao longo prazo (Buti et al., 2003 e Loureiro, 2008), a falta de credibilidade de imposição de sanções a países que já tenham um déficit elevado (Buiters, 2005), entre outras.

Essas críticas e a decisão do Conselho Ecofin em não considerar as recomendações da Comissão Europeia relativamente à existência de défices excessivos na França e na Alemanha, em novembro de 2003, terão conduzido a uma reforma do PEC em 2005 (Conselho da União Europeia, 2005). Os três objetivos principais da proposta de reforma do Pacto eram a melhoria da governação, o reforço da componente preventiva do Pacto e a melhoria da implementação do Procedimento dos Défices Excessivos.

Para melhorar a governação do Pacto, o Conselho Europeu, a Comissão Europeia e os Estados-membros da Área do Euro deveriam agir em conformidade e cooperação para aumentar a credibilidade do Pacto. Essa credibilidade poderia aumentar, nomeadamente, se os Estados-membros realizassem *peer pressure* na condução das suas políticas orçamentais, apoiando e aplicando pressão sobre os pares para que não se verificassem casos de má condução das políticas. Adicionalmente, o Pacto deveria ser complementado com regras orçamentais nacionais em conformidade com o Pacto e os programas de estabilidade e de convergência deveriam ser construídos como uma continuidade dos programas de anos anteriores, mesmo após a entrada em funções de um novo governo. Não menos importante, as instituições estatísticas dos Estados-membros deveriam melhorar a qualidade e credibilidade das informações prestadas, bem como a intemporalidade dos dados, de forma a se puderem produzir previsões macroeconómicas realistas e cautelosas relativas à Área do Euro (Conselho da União Europeia, 2005).

O reforço da componente preventiva do Pacto seria conseguido através da consideração de um objetivo de médio prazo específico para cada país. A definição desse objetivo passou a ter três condicionantes: deve permitir uma margem de segurança relativamente ao limite máximo do défice de 3%, deve garantir um progresso rápido para a sustentabilidade das finanças públicas e deve permitir margem de manobra orçamental, tendo em atenção as necessidades de investimento público. Dado que o objetivo de médio prazo também deve ter em consideração a sustentabilidade das contas públicas, a evolução da dívida pública passou a assumir uma maior importância nas tomadas de decisão comparativamente à versão inicial do Pacto.

A margem de segurança exigida face ao limite dos 3% surge como resposta às críticas da assimetria dos critérios do Pacto no que diz respeito ao ciclo económico. Pretende-se que os países aproveitem as fases de crescimento para criarem uma margem que possa ser utilizada nas fases de recessão, sem que o limite do défice seja violado. Outra novidade desta reforma é a permissão de desvios temporários do objetivo de médio prazo quando se devem à implementação de reformas estruturais necessárias e devidamente comprovadas, que têm impactos negativos no curto prazo e positivos no médio/longo prazo (Conselho da União Europeia, 2005).

Relativamente às alterações na vertente corretiva, a definição de um défice excessivo como “excecional e temporário” foi alargada. Para que um défice excessivo seja considerado “excecional”, “o excesso tem de resultar de um acontecimento extraordinário fora do controlo do Estado-membro que tenha um impacto significativo na posição financeira do governo ou tem de resultar de uma grave recessão económica.” Para ser considerado “temporário”, “a previsão orçamental da Comissão tem de indicar que o défice será inferior ao valor de referência no fim do acontecimento extraordinário ou da grave recessão económica.” Adicionalmente, o termo “todos os outros fatores relevantes” na avaliação de se o défice apresentado é “excecional e temporário” e próximo do valor de referência passa a incluir a análise da posição económica de médio prazo, nomeadamente, o crescimento potencial, a situação conjuntural, políticas de promoção à inovação, entre outras.

À semelhança da flexibilidade introduzida na definição do objetivo de médio prazo relativamente a reformas estruturais implementadas, também as reformas nos sistemas de pensões terão de ser consideradas na avaliação da existência de um défice excessivo, dados os seus efeitos negativos de curto prazo.

Por fim, a reforma de 2005 do PEC introduz várias alterações a prazos aplicáveis ao PDE. O prazo da adoção de uma decisão relativamente à existência de um défice excessivo por parte do Conselho Europeu aumenta de 3 para 4 meses, o Estado-membro passa a ter 6 meses, ao invés de 4, para atuar na correção no défice excessivo, tendo um prazo máximo de 1 ano para corrigir (podendo ser 2, em circunstâncias excecionais). Adicionalmente, os Estados-membros terão de fazer um ajustamento anual de 0,5% do PIB em termos ciclicamente ajustados, excluindo as medidas *one-off* e temporárias, para alcançarem o seu objetivo de médio prazo (Conselho da União Europeia, 2005).

Após esta reforma do Pacto, continuaram a haver críticas. Embora muitos autores reconhecessem que o Pacto ficou mais flexível (Coeuré e Pisani-Ferry, 2005, Buti, 2006 e Morris et al., 2006), também existiam críticas que existia um excesso de discricionariedade, como, por exemplo, ao existirem expressões como “outros fatores relevantes”. Ainda que estivesse enunciado no Pacto o que essa expressão significa, existia o receio de que pudesse despoletar várias interpretações e que os países usassem essa discricionariedade para justificarem os seus défices excessivos (Coeuré e Pisani-Ferry, 2005 e Deutsche Bundesbank, 2005). Adicionalmente, foram feitas críticas ao

facto de a reforma não resolver efetivamente o problema de assimetria do Pacto relativamente ao ciclo económico, continuando a não existir regras específicas a incentivar a consolidação orçamental em fases de crescimento económico (Deutsche Bundesbank, 2005 e Larch et al., 2010). Foi igualmente criticada a fraca fiscalização e provisão do reporte e avaliação da informação estatística fornecida (Larch et al., 2010), assim como o facto de não existirem maiores incentivos para que a situação que ocorreu em novembro de 2003, quando o Conselho Ecofin ignorou as recomendações da Comissão Europeia, não volte a verificar-se (Buti, 2006).

No seguimento de estas e outras críticas e como consequência do rebotar da crise de dívidas soberanas, em 2011 foi concretizada uma nova reforma do PEC, integrada na designada legislação “Six-Pack”². Ao nível da componente preventiva do Pacto, ficou previsto que se o Estado-membro não atingiu o objetivo de médio prazo, o seu saldo orçamental ciclicamente ajustado deverá estar a diminuir, pelo menos, 0,5 p.p. do PIB, tendo em conta a sustentabilidade da dívida. Ficou ainda prevista uma regra específica de despesa pública, que consiste na definição de um limiar para a taxa de crescimento da despesa pública de acordo com uma taxa de crescimento de médio prazo (crescimento potencial de médio prazo). Esta medida pretende garantir que o crescimento da despesa está a ser compensado corretamente pela receita, sendo considerado que esta regra não está a ser cumprida quando o desvio do saldo estrutural é de 0,5% do PIB num ano ou em dois consecutivos cumulativamente. Adicionalmente, ficou previsto um sistema de aviso prévio, designado de Procedimento relativo aos Desequilíbrios Macroeconómicos, que se basearia na interpretação de um conjunto de indicadores tradutores das principais fontes de desequilíbrios macroeconómicos.

Relativamente à componente corretiva, é dado um maior enfoque ao rácio da dívida pública face ao PIB, nomeadamente por se impor que, caso o mesmo seja superior a 60 por cento, deverá estar a diminuir em cada ano, pelo menos, 1/20 do excesso face ao limite (numa média anual de 3 anos). Adicionalmente, foram criadas

² O “Six Pack” é composto por cinco regulamentos e uma diretiva: Regulamentos (UE) n.º 1173/2011 (relativo ao exercício eficaz da supervisão orçamental na Área do Euro), n.º 1174/2011 (relativo às medidas de execução destinadas a corrigir os desequilíbrios macroeconómicos excessivos na Área do Euro), n.º 1175/2011 (relativo ao reforço da supervisão das situações orçamentais e coordenação das políticas económicas), n.º 1176/2011 (relativo à prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos) e n.º 1177/2011 (relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos) e a Diretiva n.º 2011/85/UE do Conselho (estabelece os requisitos aplicáveis aos quadros orçamentais dos Estados-membros).

várias sanções a serem aplicadas mais atempadamente e de forma gradual, nomeadamente a exigência de um depósito remunerado caso não se verifique uma correção significativa dos desvios no ajustamento para o objetivo de médio prazo, a exigência de um depósito não remunerado quando é iniciado um PDE resultante de um grave incumprimento, a aplicação de multas em casos de prestação de informação enganosa, entre outras sanções. Estas penalizações serão decididas através de um novo processo de voto (voto por maioria qualificada revertido), o que significa que as sanções propostas pela Comissão Europeia serão sempre aplicadas, exceto se houver uma oposição por maioria qualificada dos Estados-membros.

Aquando da publicação do conjunto de regras “Six Pack”, foram propostas mais duas regras pela Comissão Europeia, designadas de “Two Pack”³, vindo a ser implementadas a partir de 2013. Estas regras têm duas áreas de atuação: a monitorização e avaliação do cumprimento dos planos orçamentais dos Estados-membros e da correção dos défices excessivos e a supervisão económica e orçamental dos Estados-membros com posições financeiras debilitadas. Ao contrário das reformas do PEC anteriores, estas novas regras não introduzem alterações diretas à implementação das componentes preventiva e corretiva, pretendendo, ao invés, que exista um maior controlo e conhecimento da situação financeira dos países da UEM (Comissão Europeia, 2013b).

Igualmente em 2013 entrou em vigor o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança, que “complementa o PEC ao comprometer os seus signatários a elementos chave semelhantes aos do PEC, em particular do seu braço preventivo, nas leis nacionais e ao implementar outras medidas de supervisão e coordenação das políticas orçamentais” (Comissão Europeia, 2013b). Este Tratado inclui um capítulo exclusivamente relacionado com as políticas orçamentais, designado de Pacto Orçamental. Nesse capítulo estão descritas várias medidas que os Estados-membros deverão implementar internamente, nomeadamente ao nível das suas administrações públicas. Este tratado reforça o papel do Pacto, ao impor a incorporação do objetivo de médio prazo na lei nacional e ao definir o papel das instituições nacionais independentes

³ O “Two Pack” é composto pelo Regulamento (UE) n.º 473/2013 (provisões comuns para monitorizar e avaliar os planos orçamentais e garantir a correção do défice excessivo dos Estados-membros na Área do Euro) e pelo Regulamento (UE) n.º 472/2013 (fortalecimento da supervisão económica e orçamental dos Estados-membros da Área do Euro que apresentem ou que possam vir a apresentar dificuldades ao nível da sua estabilidade financeira).

na monitorização do cumprimento das regras do Pacto. De Haan et al. (2013) defendem que, apesar de estas medidas recentes representarem uma melhoria da versão do Pacto anterior, nem todos os problemas dessa versão ficam resolvidos e que será necessário implementar medidas para corrigir “as grandes fragilidades do mecanismo de governação orçamental da UE”.

4.2 O Semestre Europeu

Como complemento do Pacto na sua componente preventiva, mais concretamente na supervisão das políticas orçamentais praticadas, foi criado em 2010 o Semestre Europeu⁴. Este programa/ciclo engloba três áreas de atuação na coordenação de políticas económicas: as políticas orçamentais, para garantir a sustentabilidade das finanças públicas; a prevenção de desequilíbrios macroeconómicos excessivos; e as reformas estruturais de promoção do crescimento e do emprego, no âmbito do programa da Estratégia Europa 2020⁵. A tabela 4.1 apresenta a calendarização associada a este ciclo.

O ciclo começa em novembro com a publicação da Análise Anual do Crescimento e do Relatório sobre o Mecanismo de Alerta por parte da Comissão Europeia. O primeiro documento baseia-se em previsões macroeconómicas relativas a todos os países da UE, define o que a Comissão considera como prioridades políticas para o ano seguinte e incentiva a que os Estados-membros tenham em atenção essas prioridades ao elaborarem os seus programas estratégicos nacionais. O segundo documento analisa de forma mais detalhada a evolução macroeconómica dos membros da UE.

Na “primeira fase” do Semestre Europeu (entre janeiro e março), conforme a tabela 4.1, o Conselho da UE analisa os dois documentos publicados na fase preparatória, emitindo posteriormente orientações e conclusões, as quais são tidas em consideração pelo Conselho Europeu e pela Comissão Europeia ao estabelecerem as suas próprias recomendações, nomeadamente ao nível dos possíveis riscos de desequilíbrios macroeconómicos.

⁴ Resolução do Parlamento Europeu N.º. 2011/2071 (INI).

⁵ A Estratégia Europa 2020 trata-se de um plano de dez anos, no qual está definida a estratégia de atuação na UE para o crescimento e para o emprego (http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index_pt.htm).

Tabela 4.1: Calendário do Semestre Europeu

	Em novembro e dezembro	<p>Fase preparatória: Análise da situação e seguimento do ano anterior A Comissão Europeia publica a Análise Anual do Crescimento e o Relatório sobre o Mecanismo de Alerta.</p>
	Entre janeiro e março	<p>Primeira fase: Orientações políticas ao nível da UE Entre janeiro e fevereiro, o Conselho da UE debate a Análise Anual do Crescimento, elabora orientações e adota conclusões. Em março, com base nas conclusões de janeiro e fevereiro, o Conselho Europeu apresenta orientações políticas e a Comissão Europeia publica avaliações aprofundadas dos desequilíbrios macroeconómicos</p>
	Entre abril e junho	<p>Segunda fase: Objetivos específicos por país, políticas e planos Em abril, os Estados-membros apresentam os programas de estabilidade e de convergência e os programas nacionais de reformas. Em maio, a Comissão Europeia analisa esses planos estratégicos nacionais e apresenta projetos de recomendações específicas por país. Em junho, o Conselho da UE analisa esses projetos de recomendações e aprova as suas versões finais, sendo, de seguida, apresentadas ao Conselho Europeu para aprovação</p>

Fonte: www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester?lang=pt

Na “segunda fase” (entre abril e junho), os Estados-membros apresentam os seus planos de atuação, através dos programas de estabilidade e convergência e dos programas nacionais de reformas, que são posteriormente avaliados pela Comissão e sujeitos a recomendações específicas por país. Segue-se a análise desses mesmos programas e recomendações por parte do Conselho da UE, seguindo para aprovação final do Conselho Europeu.

Uma grande vantagem deste mecanismo é permitir que, quando vão elaborar os seus programas estratégicos, os governos nacionais já tenham conhecimento do que as instituições europeias esperam desses mesmos programas, assim como dos orçamentos nacionais, passando estes a serem elaborados à luz dos compromissos aprovados nos Programas de Estabilidade. As orientações políticas que surgem na “primeira fase” podem tornar todo o processo de aprovação dos programas estratégicos muito mais célere. Adicionalmente, os programas só serão sujeitos a aprovação pelos parlamentos

nacionais depois de terem sido analisados e corrigidos pelas diversas instituições europeias.

Outra novidade que este mecanismo introduz é o designado Procedimento relativo aos Desequilíbrios Macroeconómicos. Este mecanismo de supervisão e controlo das políticas macroeconómicas tem como objetivo a prevenção e correção de eventuais desequilíbrios macroeconómicos que os países apresentem e inicia-se com a elaboração e análise pela Comissão Europeia do Relatório sobre o Mecanismo de Alerta. Este relatório inclui um painel de indicadores como, por exemplo, as posições líquidas de investimento internacional, os custos unitários de trabalho e a dívida do setor privado, que servem para avaliar se existem (ou não) desequilíbrios internos e externos. A determinação da existência de um desequilíbrio é função de um valor limite atribuído a cada indicador pela Comissão. As recomendações emitidas pela Comissão decorrentes da análise desse relatório poderão ser de ordem preventiva ou corretiva, consoante esteja próximo ou se encontre efetivamente numa situação de desequilíbrio excessivo. O Conselho Europeu, após tomar conhecimento dessas recomendações, emitirá igualmente a sua opinião. Este mecanismo prevê ainda que seja definido um programa de medidas corretivas a serem tomadas pelos Estados-membros em caso de iniciarem um Procedimento de Desequilíbrio Excessivo e que possam ser aplicadas sanções em caso de incumprimento⁶.

Podemos, portanto, concluir que o Semestre Europeu permite que exista uma maior coordenação das políticas macroeconómicas, de forma a que exista convergência, estabilidade e um melhor alinhamento dos objetivos de política económica dentro da UE, o que constitui um dos objetivos primordiais dos criadores da União Europeia.

4.3 Euro-obrigações

Uma solução proposta pela Comissão Europeia, mas ainda não implementada, para a crise de dívidas soberanas são as euro-obrigações. A crise financeira iniciada em 2007 culminou com o aumento repentino dos *spreads* das taxas de juro da dívida soberana de alguns Estados-membros da Área do Euro face às taxas alemãs. Este aumento dos *spreads* esteve associado à descida dos *ratings* das obrigações soberanas de alguns países da UEM e à perda de confiança por parte dos mercados financeiros

⁶ http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/pt/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.2.html.

nessas obrigações. Uma vez que esta questão se alastrou a vários países da Área do Euro, a Comissão Europeia sugeriu a criação de obrigações soberanas emitidas centralmente na Área do Euro, ao invés de cada país emitir as suas próprias obrigações para se financiar. Os Estados-membros não teriam apenas uma moeda única, mas igualmente uma emissão centralizada de dívida pública. Issing (2009) defende que esta não é uma solução viável para uma crise de dívida soberana por duas razões: devido ao risco moral que está associado ao facto de a dívida de um país com finanças públicas pouco sólidas (como a Grécia, Portugal e Espanha) poder ser salvaguardada por países em melhor situações orçamentais (como a Alemanha e a França) e à perda da exposição dos Estados-membros à disciplina que os mercados financeiros impõem, nomeadamente ao nível da prevenção e correção de políticas orçamentais insustentáveis. Segundo Issing, a criação de euro-obrigações poderia não resultar efetivamente numa diminuição do custo das obrigações soberanas, mas sim aumentá-lo como resultado da preocupação dos mercados financeiros com a solvabilidade das finanças públicas dos Estados-membros.

Vários autores procuraram criar propostas de implementação das euro-obrigações que se desviassem destas críticas. Neste trabalho iremos analisar duas dessas propostas: a de Boonstra (2010) e a de Delpla e von Weizsäcker (2010).

De acordo com Boonstra (2010), o primeiro passo na implementação de euro-obrigações seria criar uma instituição de financiamento central que fosse independente dos Estados-membros da Área do Euro. Esta instituição ou Fundo, como Boonstra designa, seria a única entidade responsável pelo financiamento dos défices orçamentais dos Estados-membros e obteria liquidez através da emissão de obrigações (euro-obrigações) ou de outros instrumentos de dívida nos mercados financeiros. Os Estados-membros, por sua vez, para conseguirem obter financiamento junto do Fundo, teriam de pagar uma taxa de juro à qual seria acrescida uma margem. Essa margem seria positiva ou negativa em função do desempenho das finanças públicas do Estado-membro face aos restantes países da Área do Euro, podendo o desempenho ser medido, nomeadamente, através do défice orçamental, da dívida pública e/ou da proporção do setor público na economia. Em caso de incumprimento das regras (por exemplo, um Estado-membro financiar-se diretamente no mercado secundário), o país em questão

seria punido, designadamente através da perda do direito em obter fundos do orçamento europeu e da perda da influência política no BCE.

O modelo de Delpla e von Weizsäcker (2010) é mais complexo e ambicioso. De acordo com a sua proposta, a dívida pública de um Estado-membro seria distinguida em dois tipos: a dívida soberana representativa de 60% do PIB (limite máximo de acordo com o PEC) e a dívida excedente. A dívida até 60% do PIB (ou dívida soberana sénior) seria representada sob a forma de euro-obrigações. Os autores designam estas obrigações de “obrigações azuis”. Adicionalmente, seria criada uma instituição independente designada de Conselho de Estabilidade Independente, o qual apresentaria uma proposta de alocação das euro-obrigações a ser votada posteriormente pelos parlamentos dos Estados-membros. A dívida excedente (ou dívida soberana júnior) seria representada por “obrigações vermelhas”, que seriam emitidas pelos próprios Estados-membros.

Dado que os dois tipos de obrigações seriam emitidos por entidades e a uma escala diferentes, o custo de financiamento associado às mesmas também seria distinto, o que é desejável de acordo com estes autores. Segundo os mesmos, neste modelo devem existir obrigações com baixas taxas de juro, para que o custo de financiamento seja reduzido e se possa pagar a dívida mais brevemente. No entanto, também devem existir obrigações com taxas de juro elevadas, pois irão funcionar como um mecanismo de aviso prévio para os governos relativamente ao caminho insustentável que as finanças públicas estão a assumir. Tendo em conta esta explicação, os autores preveem que as euro-obrigações teriam taxas de juro mais reduzidas, dado que resultariam de uma média ponderada das taxas de juro das obrigações soberanas individuais dos Estados-membros, e as “obrigações vermelhas” teriam taxas de juro mais elevadas, como desincentivo e penalização da ultrapassagem do limite dos 60%. Em caso de *default*, a primeira dívida a ser paga é a associada às “obrigações azuis”, logo estas obrigações apresentam menor risco, contribuindo igualmente para que a sua taxa de juro seja inferior.

O único fator evidente comum a ambas as versões é as euro-obrigações serem emitidas por uma instituição independente a ser criada para esse fim. No entanto, existem vários fatores que distinguem estas propostas. Enquanto segundo Boonstra as euro-obrigações seriam a única fonte de financiamento dos Estados-membros, no

modelo de Delpa e von Weizsäcker as euro-obrigações funcionam como um complemento às obrigações nacionais, embora exista um desincentivo à emissão das últimas (por constituírem “obrigações vermelhas”). Adicionalmente, o cálculo das taxas de juro das euro-obrigações é muito distinto: no primeiro modelo, teria como base o desvio no desempenho das finanças públicas face a outros países, no segundo modelo seria função da procura dos mercados financeiros.

Nas duas versões, os autores procuraram aumentar a disciplina orçamental através das taxas de juro do financiamento obtido. No modelo de Boonstra, se o desempenho das finanças públicas fosse positivo, as margens do custo de financiamento seriam menores; na versão de Delpa e von Weizsäcker, quanto menor fosse o nível de dívida pública, menor seria a quantidade de “obrigações vermelhas” associadas a essa dívida e, portanto, menores seriam os custos de financiamento, tendo em conta que estas obrigações, previsivelmente, teriam taxas de juro superiores às das “obrigações azuis”. Devemos ressaltar, no entanto, que esta questão teria maior impacto naqueles países com problemas nas finanças públicas, não trazendo particular vantagem para os países com bom desempenho orçamental.

Relativamente à possibilidade de risco moral sublinhada por Issing (2009), em ambas as propostas esta possibilidade não se coloca caso os modelos sejam corretamente implementados (ainda que as euro-obrigações possam representar uma vantagem superior para os países com maiores dificuldades financeiras), uma vez que as condições de acesso ao crédito são função da sua performance orçamental. Especialmente no modelo de Boonstra, que pode inclusivamente ser utilizado como um instrumento complementar ao Pacto de Estabilidade e Crescimento.

No entanto, poderão existir desvantagens/dificuldades associadas à implementação das euro-obrigações na UEM. Conforme refere Eijffinger (2011), no caso do modelo de Boonstra, a determinação das margens, especialmente dos parâmetros associados aos indicadores que servem de base de cálculo dessas margens, e a implementação prática e política podem não ser fáceis. Adicionalmente, para que os objetivos sejam alcançados, seria desejável que todos os Estados-membros aderissem a este modelo, caso contrário não haveria a procura esperada pelas obrigações por parte dos mercados e os custos de financiamento serão superiores. Como referimos, inicialmente parece existir um maior incentivo para os países com maiores dificuldades

financeiras aderirem, no entanto a participação de todos é essencial para que os mercados não perspetivem estas novas euro-obrigações como uma forma de redistribuição dos custos dos países mais fragilizados ao nível orçamental para os mais fortes e para que não se coloque uma situação de violação da cláusula “*no bail-out*” do Tratado de Maastricht. A transição para os dois tipos de obrigações poderia dificultar a implementação da proposta de Delpla e Weizsäcker. Adicionalmente, é necessário que o modelo seja implementado de forma mais semelhante possível ao proposto pelos autores, nomeadamente no que diz respeito à divisão entre as “obrigações azuis” e as “obrigações vermelhas”, não podendo haver trocas entre os dois tipos.

Conforme evidenciado por Eijffinger (2011), as euro-obrigações podem ser vantajosas por aumentarem a liquidez dos mercados obrigacionistas europeus, garantirem o financiamento a todos os países da Área do Euro e melhorarem a posição internacional da moeda única, mas não representam uma solução suficiente, nomeadamente, para resolver o problema das dívidas soberanas da UEM. De acordo com este autor, teria de ser feita uma nova alteração ao PEC (conforme se verificou em 2013), embora ainda seja imprudente concluir que essa reforma seria suficiente.

Outra dificuldade à implementação das euro-obrigações são as reservas criadas pelos países da Europa Central (especialmente, a Alemanha e a França). Seria necessário que se criasse um consenso político em toda a UEM e que todos os Estados-membros demonstrassem estar comprometidos em cumprir as regras subjacentes, para que os mercados considerassem as obrigações como credíveis e desejáveis e, portanto, para que os custos de financiamento na UEM diminuíssem substancialmente. A preocupação com o incentivo à disciplina orçamental na implementação destas obrigações seria essencial para que este instrumento tenha uma função de prevenção de novas crises de dívida soberana.

4.4 União bancária

A crise financeira internacional revelou fragilidades ao nível da regulação e supervisão dos sistemas financeiros europeus. Adicionalmente, confirmou a relação circular entre as contas públicas e o sistema financeiro, na medida em que alguns países com problemas nos seus sistemas financeiros, evidenciados pela crise financeira de 2007, sofreram as repercussões nas suas finanças públicas, nomeadamente devido à

intervenção estatal nesses sistemas (p.e., Irlanda); e alguns países com problemas nas suas contas públicas viram os seus sistemas bancários afetados com a subida acentuada dos *spreads* das taxas de juro da dívida soberana, uma vez que os bancos estavam muito expostos à dívida pública (p.e., Grécia e Portugal). Em qualquer uma das situações, verificou-se um excesso de concessão de empréstimos ao Estado, famílias e empresas. Tornou-se, portanto, necessário discutir novas soluções de prevenção de futuras crises financeiras, de supervisão dos sistemas financeiros e de resolução das crises.

Em junho de 2012, a Comissão Europeia apresentou uma proposta para a criação de uma União Bancária para todos os membros da Área do Euro (e para outros países da União Europeia não pertencentes à UEM que quisessem participar). No entanto, apenas em abril de 2014, foram aprovadas pelo Parlamento Europeu as regras a serem aplicadas nos setores financeiros⁷. A implementação dessa união bancária tem igualmente a preocupação de proteger as finanças públicas dos Estados-membros de eventuais crises financeiras, para que não volte a ocorrer situações, nomeadamente, como a da Irlanda.

A criação da união bancária poderá ser dividida em três diferentes fases de atuação: a prevenção de crises financeiras, ao procurar tornar os bancos mais sólidos; a intervenção atempada, quando começam a surgir as fragilidades financeiras; e a resolução dos problemas, quando já se está perante uma crise financeira.

Para prevenir crises financeiras na Área do Euro, foi criado o Mecanismo Único de Supervisão. O objetivo deste mecanismo consiste na uniformização e centralização das normas de supervisão bancária. Este mecanismo atribui a responsabilidade ao Banco Central Europeu (BCE) de ser o único supervisor dos 128 maiores bancos da Área do Euro (tabela 4.2), responsabilidade que terá início em novembro de 2014 e está a ser precedida por uma avaliação da solidez desses bancos. As restantes instituições financeiras continuam a ser supervisionadas pelas autoridades de supervisão nacionais. Ao se optar por um supervisor externo procura-se construir um mecanismo que diminua a relação de dependência entre os bancos e as finanças públicas nacionais, que tenha em conta as ameaças à estabilidade financeira da Área do Euro e que contribua para uma homogeneidade na supervisão bancária. Adicionalmente, foram definidos novos requisitos para o capital dos bancos ao nível da qualidade e quantidade do mesmo, no

⁷ <http://www.europarl.europa.eu/news/pt/news-room/content/20140411IPR43458/html/PE-aprova-regras-sobre-resolu%C3%A7%C3%A3o-dos-bancos-e-prote%C3%A7%C3%A3o-dos-contribuintes>

âmbito do enquadramento de Basileia III⁸, nomeadamente para estabilizarem e fortalecerem os sistemas bancários. O objetivo é os próprios bancos deterem uma “almofada de capital” para que consigam reagir em caso de crise sem necessitarem de ajuda externa. É, ainda, requerido a cada instituição bancária que defina um plano de recuperação e um plano de resolução, que descrevam, respetivamente, as medidas que seriam tomadas para restabelecer a sua situação financeira após uma deterioração significativa e que aplicaríamos quando a sua situação financeira se deteriorasse e os procedimentos em caso de insolvência.

Tabela 4.2: Número de bancos por país da União Europeia supervisionados pelo BCE

Países	Total de bancos	Países	Total de bancos
Áustria	6	Irlanda	5
Bélgica	6	Itália	15
Chipre	4	Luxemburgo	6
Alemanha	24	Letónia	3
Estónia	3	Malta	3
Espanha	16	Países Baixos	7
Finlândia	3	Portugal	4
França	13	Eslovénia	3
Grécia	4	Eslováquia	3

Fonte: Banco Central Europeu.

Para os casos em que a deterioração da situação financeira de um banco atingir um nível preocupante, podendo ser necessária uma reestruturação ou uma liquidação do banco, foi criado o Mecanismo Único de Resolução. Este mecanismo está desenvolvido com base no Quadro Único de Resolução, que é constituído pelos Estados-membros, pela Comissão Europeia, pelo Conselho da UE, pelo BCE e pelas autoridades de resolução nacionais, e tem como prioridade a proteção de dois tipos de intervenientes: os contribuintes e os depositantes dos bancos. Na crise financeira de 2007, os contribuintes dos diversos Estados-membros foram amplamente afetados com a necessidade de intervenções estatais nos sistemas financeiros. As diversas intervenções estatais permitiram que os depositantes não fossem afetados, ou apenas em pequena

⁸ Esses novos requisitos constam da Regulamento (UE) n° 575/2013 e da Diretiva 2013/36/UE.

medida. Como alternativa à intervenção estatal, o Mecanismo Único de Resolução definiu que os acionistas e credores do banco seriam os primeiros a suportar os custos associados à resolução dos problemas financeiros desse banco (mecanismo *bail-in* ou resgate interno) e previu a criação do Fundo Único de Resolução, um fundo financiado por todos os bancos da Área do Euro, que seria utilizado para permitir que um banco continuasse operacional em caso de dificuldade financeira sem ter de ser reestruturado⁹. Adicionalmente, foram reforçados desde 2010 os sistemas de garantias de depósitos nacionais, de modo a garantirem 100.000 euros por depositante e por instituição, caso um banco entre em falência.

A convicção de que a união bancária pode funcionar como uma solução de prevenção e resolução de futuras crises financeiras não é partilhada por todos os economistas. Legrain (2014) considera que o sistema bancário da Área do Euro vai continuar fragmentado e que os principais beneficiados serão os países do Norte, uma vez que a responsabilidade do BCE incidirá apenas sobre os maiores bancos, sendo estes na sua maioria bancos desses países. Adicionalmente, este autor considera que o Mecanismo Único de Resolução não irá funcionar, continuando a ser os governos nacionais quem terá de resgatar os bancos e que, em caso de ser necessário um resgate numa situação de crise por parte deste mecanismo, o Fundo constituído por 55 mil milhões de euros será insuficiente.

Por outro lado, Buch e Weigert (2012) acreditam que uma união bancária é uma boa solução de longo prazo que deverá assentar em três pilares: “um Pacto de Estabilidade e Crescimento substancialmente melhorado que inclua regras orçamentais rígidas e um regime de insolvência para os governos, uma regulação e supervisão financeiras unificadas ao nível europeu com um largo conjunto de instrumentos eficazes e, finalmente, um Mecanismo Europeu de Crise que esteja diretamente relacionado com o regime de insolvência”. No entanto, como a Área do Euro está a atravessar quatro tipos de crises que dificultam o alcance desses pilares (uma crise de dívidas soberanas, uma crise financeira, uma crise macroeconómica e, em consequência, uma crise de confiança), o sucesso do processo de transição para uma união bancária poderá não ser instantaneamente detetado.

⁹ Está previsto que os bancos irão contribuir para este Fundo entre 2016 e 2024 com um total de 55 mil milhões de euros.

Em setembro de 2014, o BCE ainda se encontrava a realizar *stress tests* e outras avaliações aos maiores bancos da UEM, por isso ainda não podemos tirar conclusões quanto ao funcionamento da União Bancária europeia. Desde logo, o facto de o BCE ficar responsável pela supervisão dos principais bancos da Área do Euro e pela entrega ao Parlamento Europeu de relatórios com as conclusões da monitorização traduz um maior controlo das operações dessas instituições bancárias. No entanto, apenas fica responsável pelos maiores, o que significa que não existe uma supervisão “renovada” dos bancos mais pequenos. A União Bancária na Área do Euro poderá ser uma boa solução para corrigir vários problemas dos sistemas financeiros dos países, mas ainda não é claro que não terá de ser reformada e complementada com outras regras.

5. Notas Finais

A atual crise de dívida soberana constituiu o primeiro grande desafio dos Estados-membros da Área do Euro desde a criação da moeda única. Os excessivos desequilíbrios internos e externos acumulados por alguns desses países foram evidenciados pela crise e demonstraram a necessidade de consolidação orçamental em vários Estados-membros. Alvo de várias críticas, o Pacto de Estabilidade e Crescimento, cujos principais objetivos são prevenir desequilíbrios orçamentais e garantir a disciplina e sustentabilidade orçamental dos Estados-membros, não tem sido eficaz. Apesar de o Pacto obrigar a que os países não apresentem um défice orçamental superior a 3% do PIB, muitos Estados-membros conseguiram contornar essa regra através de truques contabilísticos, não resolvendo, assim, os seus problemas de indisciplina.

Essa indisciplina das finanças públicas e a insuficiência das regras orçamentais exigidas na Área do Euro têm sido apontadas como as principais causas da crise de dívida soberana em alguns países. No sentido de corrigir esses problemas e de restaurar a confiança dos mercados, têm sido realizados esforços ao nível nacional e da Área do Euro. Ao nível nacional, verificamos nesta dissertação que a Grécia, a Irlanda e Portugal têm demonstrado empenho em cumprir as medidas de consolidação orçamental e as reformas estruturais previstas nos respetivos programas de ajustamento. No entanto, também o Chipre e a Espanha pediram ajuda financeira externa. O caso cipriota é semelhante ao da Grécia e de Portugal, uma vez que as principais razões para este país ficar sujeito a um programa de ajustamento desde abril de 2013 foram a sua incapacidade de se financiar diretamente nos mercados, a deterioração do seu setor bancário e os desequilíbrios orçamentais e externos (Comissão Europeia, 2013c). A Espanha, apesar de também apresentar problemas ao nível das suas finanças públicas, apenas requereu ajuda financeira externa para a recapitalização das instituições bancárias, após terem sido largamente afetadas pela bolha imobiliária e pela crise financeira de 2007 (Comissão Europeia, 2012d).

Ao nível europeu, para além das várias revisões a que o PEC tem sido sujeito, várias outras soluções têm sido procuradas, como, por exemplo, a criação do Semestre Europeu. Este mecanismo tem permitido, nomeadamente, que os orçamentos nacionais

sejam elaborados de acordo com as expectativas das instituições europeias, o que, por sua vez, contribui para um maior controlo das finanças públicas.

Para além das reformas necessárias na condução da política orçamental para a resolução da crise, outro assunto tem sido discutido na literatura: a forte relação entre as finanças públicas e o setor bancário. De acordo com Reinhart e Rogoff (2008) e Reinhart e Rogoff (2009), as crises bancárias anteriores foram muitas vezes acompanhadas por aumentos da dívida pública, devido, nomeadamente, à injeção de capital dos governos nos bancos. Inversamente, as crises de dívida soberana podem igualmente representar um risco para o setor bancário, visto que, em muitos casos, uma parte substancial dos ativos desses bancos estão associados a títulos de dívida pública (Blundell-Wignall, 2011 e Angeloni e Wolff, 2012). Dada esta relação existente entre as políticas orçamental e monetária, faz sentido que o Banco Central Europeu (BCE) também tenha intervindo na resolução da crise de dívida soberana.

As ações do BCE pretenderam aumentar a liquidez dos bancos, através de medidas convencionais e não convencionais. As medidas convencionais consistiram, nomeadamente, nas várias diminuições da taxa de juro diretora (em julho de 2012, baixou a taxa de juro de 1% para 0,75%, em maio de 2013 para 0,50%, em novembro de 2013 para 0,25% e em junho de 2014 para 0,15%¹) e na redução dos requisitos das reservas mínimas em dezembro de 2011 de 2% para 1% (Roman e Bilan, 2012). Relativamente às medidas não convencionais, o BCE decidiu ceder ilimitadamente liquidez a taxas de juro fixas contra ativos de garantia elegíveis, no âmbito das operações principais de refinanciamento e das operações de refinanciamento de prazo alargado semanais, alargar o prazo de vencimento das operações de liquidez de 3 meses para até 3 anos, adaptar as regras relativas aos ativos de garantia elegíveis, com vista a alargar o conjunto de ativos que os bancos podiam mobilizar para obterem liquidez junto do Eurosistema, implementar dois programas de compra de obrigações hipotecárias e o programa de mercados de títulos, entre outras medidas (Banco Central Europeu, 2011, Panico e Purificato, 2013 e Praet², 2014).

¹ http://www.jornaldenegocios.pt/multimedia/infografias/detalhe/bce_desce_taxa_de_juro_de_referencia_para_015.html

² Membro da Comissão Executiva do BCE. Esta opinião foi defendida em Lisboa a 18 de fevereiro de 2014, numa intervenção na Cimeira de Lisboa (<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140218.pt.html>)

Roman e Bilan (2012) apontam alguns riscos associados à intervenção do BCE, nomeadamente, a diminuição dos incentivos que os bancos têm em reestruturar os seus balanços, caso as medidas não convencionais sejam utilizadas por um período superior ao necessário, o facto de um aumento substancial do peso das obrigações soberanas no balanço do BCE poder pôr em risco a independência do mesmo, o risco moral associado à redução dos incentivos futuros dos governos nacionais em manter as suas finanças públicas sólidas e a ameaça à estabilidade de preços, sendo esta a prioridade do BCE, caso se verifique a manutenção de uma taxa de juro reduzida quando existe uma melhoria das perspectivas de crescimento.

Apesar de as pressões dos mercados financeiros e a aversão dos investidores relativamente aos Estados-membros da Área do Euro terem diminuído graças a essas e outras medidas tomadas, é imprudente falarmos na restauração plena da credibilidade de alguns países da Área do Euro. Após cinco anos desde o início da crise, vários Estados-membros continuam a apresentar *stocks* de dívida pública insustentáveis, elevados défices orçamentais, falta de competitividade externa e elevada dívida externa, continuando a serem necessárias novas medidas de resolução da crise.

6. Referências Bibliográficas

Afonso, A., D. Furceri e P. Gomes (2011), “Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data”, ECB Working Paper, N°. 1347.

Angeloni, C. e G. Wolff (2012), “Are Banks Affected by Their Holdings of Government Debt?”, Bruegel Working Paper, N°. 7.

Antonakakis, N. (2012), “Dynamic Correlations of Sovereign Bond Yield Spreads in the Euro zone and the Role of Credit Rating Agencies’ Downgrades”, MPRA Paper, N°. 43013.

Arezki, R., B. Candelon e A. Sy (2011), “Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis”, IMF Working Paper, N°. 11/68.

Argyrou, M. e A. Kontonikas (2011), “The EMU Sovereign-Debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Paper N°. 436.

Argyrou, M. e J. Tsoukalas (2010), “The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes”, CESifo Working Paper, N°. 3266.

Banco Central Europeu (2004), “EMU and the conduct of fiscal policies”, in Monthly Bulletin - January, pp. 41-50.

Banco Central Europeu (2011), “The ECB’s non-standard measures – impact and phasing-out”, in Monthly Bulletin - July, pp. 55-70.

Barbosa, L. e S. Costa (2010), “Determinants of Sovereign Bond Yield Spreads in the Euro Area in the Context of the Economic and Financial Crisis”, Banco de Portugal, Economics and Research Department, Working Paper N°. 22.

Barrios, S., P. Iversen, M. Lewandowska e R. Setzer (2009), “Determinants of Intra-Euro Area Government Bond Spreads During the Financial Crisis”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Paper N°. 388.

Blundell-Wignall, A. (2011), “Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe”, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2011, N°. 2, pp. 1-23.

Boonstra, W. (2010), “How EMU Can Be Strengthened by Central Funding of Public Deficits”, in *The Creation of a Common European Bond Market*, European League for Economic Cooperation, Cahier Comte Boël, N.º. 14, março, pp. 3-14.

Brunila, A. (2002), “Fiscal Policy: Co-ordination, Discipline and Stabilisation”, *paper* preparado para o encontro do Grupo de Análise Económica da Comissão Europeia, abril.

Buch, C. e B. Weigert (2012), “Legacy Problems in Transition to a Banking Union”, in *Banking Union for Europe – Risks and Challenges*, CEPR, pp. 25-35.

Buiter, W. (2005), “The ‘Sense and Nonsense of Maastricht’ Revisited: What Have we Learned About Stabilization in EMU?”, CEPR, Discussion Paper Series, N.º. 5405.

Buti, M., S. Eijffinger e D. Franco (2003), “Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Paper N.º. 180.

Buti, M. (2006), “Will the New Stability and Growth Pact Succeed? An Economic and Political Perspective”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Paper N.º. 241.

Coeuré, B. e J. Pisani-Ferry (2005), “Fiscal Policy in EMU: Towards a Sustainability and Growth Pact?”, Bruegel Working Paper, N.º. 2005/01.

Comissão Europeia (1997a), Regulamento (CE) N.º. 1466/97, *Jornal Oficial das Comunidades Europeias* N.º. 209, pp. 1-5.

Comissão Europeia (1997b), Regulamento (CE) N.º. 1467/97, *Jornal Oficial das Comunidades Europeias* N.º. 209, pp. 6-11.

Comissão Europeia (1998), “Convergence Report 1998”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy*, N.º. 65.

Comissão Europeia (2000a), “Public Finances in EMU”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy*, N.º. 3.

Comissão Europeia (2000b), “Convergence Report 2000”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy*, N.º. 277.

Comissão Europeia (2010a) ‘External imbalances and public finances in the EU’, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *Occasional Paper*, N.º. 66.

Comissão Europeia (2010b), “Public Finances in EMU”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Economy, N.º. 4.

Comissão Europeia (2010c), “The Economic Adjustment Programme for Greece”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 61.

Comissão Europeia (2011a), “The Economic Adjustment Programme for Ireland”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 76.

Comissão Europeia (2011b), “The Economic Adjustment Programme for Portugal”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 79.

Comissão Europeia (2012a), “The Economic Adjustment Programme for Portugal. Third Review – Winter 2011/2012”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 95.

Comissão Europeia (2012b), “The Economic Adjustment Programme for Portugal. Fifth Review – Summer 2012”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 117.

Comissão Europeia (2012c), “The Second Economic Adjustment Programme for Greece”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 94.

Comissão Europeia (2012d), “The Financial Sector Adjustment Programme for Spain”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 118.

Comissão Europeia (2013a), “The Economic Adjustment Programme for Portugal. Seventh Review – Winter 2012/2013”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 153.

Comissão Europeia (2013b), “Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 150.

Comissão Europeia (2013c), “The Economic Adjustment Programme for Cyprus”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 149.

Comissão Europeia (2014), “Post-Programme Surveillance for Ireland. Spring 2014 Report”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Occasional Papers, N.º. 195.

Conselho da União Europeia (2005), “Presidency Conclusions – Brussels, 22 and 23 March 2005”.

Delpla, J. e J. von Weizsäcker (2010), “The Blue Bond Proposal”, Bruegel Policy Brief, Nº. 2010/03.

Desli, E. e T. Pelagidis (2012), “Greece’s Sudden Faltering Economy: From Boom to Bust With Special Reference to the Debt Problem”, in “The Euro Crisis”, P. Arestis e M. Sawyer (editores), *International Papers in Political Economy*, Palgrave Macmillian, pp. 119-158, Nova Iorque.

Deutsche Bundesbank (2005), “The changes to the Stability and Growth Pact”, *Monthly Report*, abril de 2005, pp. 15-21.

Deutsche Bundesbank (2011), “Sovereign Yield Spreads in the Euro Area”, *Monthly Report*, junho de 2011, pp.27-44.

Direção-Geral do Tesouro e Finanças (2012), “Parcerias Público-Privadas e Concessões - Relatório 2012”, agosto de 2012.

Eijffinger, S. (2011), “Eurobonds – Concepts and Implications”, in *Eurobonds: Concepts and Implications – Compilation of Notes for the Monetary Dialogue*, European Parliament Directorate-General for Internal Policies, março, pp. 59-71.

Eurostat (2004), “Report by Eurostat on the Revision of the Greek Government Deficit and Debt Figures”.

Fundo Monetário Internacional (2014), “First Post-Program Monitoring Discussions”, *IMF Country Report*, Nº. 14/165.

de Haan, J., N. Gilbert, J. Hessel e S. Verkaart (2013), “How to Enforce Fiscal Discipline in EMU: A Proposal”, *Swiss Society of Economics and Statistics*, Vol. 149 (2), pp. 205–217.

Honohan, P. (2006), “To What Extent Has Finance Been a Driver of Ireland’s Economic Success?”, *ESRI Quarterly Economic Commentary*, Winter, pp. 59-72.

Honohan, P. (2009), “Resolving Ireland’s Banking Crisis”, *The Economic and Social Review*, Vol. 40, Nº. 2, pp. 207-231.

Instituto Monetário Europeu (1998), “Relatório de Convergência”, março.

Issing, O. (2009), “Why a Common Eurozone Bond Isn’t Such a Good Idea”, *Center for Financial Studies*, White Paper Nº. III.

Kelly, M. (2007), "Banking on very shaky foundations", Irish Times, 7 de setembro

Kitromilides, Y. (2012), "The Irish Tragedy", in "The Euro Crisis", P. Arestis e M. Sawyer (editores), International Papers in Political Economy, Palgrave Macmillian, pp. 159-194, Nova Iorque.

Koen, V. e P. van den Noord (2005), "Fiscal Gimmickry in Europe: One-Off Measures and Creative Accounting", OECD Economics Department Working Papers, N°. 417.

Larch, M., P. van den Noord e L. Jonung (2010), "The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession", Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers, N°. 429.

Leão, P. e A. Palacio-Vera (2012), "Portugal's Best Way out of Economic Stagnation: Institutional Reform of the Eurozone", in "The Euro Crisis", P. Arestis e M. Sawyer (editores), International Papers in Political Economy, Palgrave Macmillian, pp. 195-234, Nova Iorque.

Legrain, P. (2014), "A Farsa da União Bancária Europeia", Negócios Online, 5 de maio.

Loureiro, J. (1999), "Euro: Análise Macroeconómica", Grupo Editorial Vida Económica, Porto.

Loureiro, J. (2008), "Política Orçamental na Área do Euro", Grupo Editorial Vida Económica, Porto.

McDermott, J. e R. Wescott (1996), "An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments", IMF Staff Papers, Vol. 43, N°. 4, pp. 723-753.

Milesi-Ferretti, G. e C. Tille (2011), " The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis," Economic Policy, Vol. 26, N°.66, pp. 285-342.

Mitsopoulos, M. e T. Pelagidis (2010), "Understanding the Greek Crisis: Unlocking the Puzzle of Greek Banks' Deteriorating Performance", World Economics, Vol. 12, N°. 1, pp. 177-192.

Monokroussos, P. e D. Thomakos (2012), "A technical study on the determinants of Greece's current account position", Eurobank EFG, Economy & Markets, Vol. VII, N°. 2, abril.

Morris, R., H. Ongena e L. Schuknecht (2006), “The Reform and Implementation of the Stability and Growth Pact”, European Central Bank, Occasional Paper Series, N.º. 47.

Panico, C. e F. Purificato (2013), “The Debt Crisis and the European Central Bank’s Role of Lender of Last Resort”, Political Economy Research Institute of University of Massachusetts Amherst, Working Paper N.º. 306.

Reinhart, C. e K. Rogoff (2008), “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace”, NBER Working Paper, N.º. 14587.

Reinhart, C. e K. Rogoff (2009), “The Aftermath of Financial Crises”, NBER Working Paper, N.º. 14656.

Resolução do Parlamento Europeu N.º. 2011/2071(INI), Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 165, pp. 24-40.

Roman, A. e I. Bilan (2012), “The Euro Area Sovereign Debt Crisis and The Role of ECB’s Monetary Policy”, in *Procedia Economics and Finance*, N.º. 3, pp. 763-768.

De Santis, R. (2012), “The Euro Area Sovereign Debt Crisis. Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal”, ECB Working Paper, N.º. 1219.

Schuknecht, L., P. Moutot, P. Rother e J. Stark (2011), “The Stability and Growth Pact. Crisis and Reform”, ECB Occasional Paper, N.º. 129.

União Europeia (2011a), Diretiva 2011/85/UE do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º 306, pp. 41-47.

União Europeia (2011b), Regulamento (UE) N.º. 1173/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 306, pp.1-7.

União Europeia (2011c), Regulamento (UE) N.º. 1174/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 306, pp. 8-11.

União Europeia (2011d), Regulamento (UE) N.º. 1175/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 306, pp. 12-24.

União Europeia (2011e), Regulamento (UE) N.º. 1176/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 306, pp. 25-32.

União Europeia (2011f), Regulamento (UE) N.º. 1177/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 306, pp. 33-40.

União Europeia (2013a), Diretiva 2013/36/UE do Conselho e do Parlamento Europeu, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 176, pp. 338-436.

União Europeia (2013b), Regulamento (UE) N.º. 472/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 140, pp. 1-10.

União Europeia (2013c), Regulamento (UE) N.º. 473/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 140, pp. 11-23.

União Europeia (2011d), Regulamento (UE) N.º. 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, Jornal Oficial da União Europeia, N.º. 176, pp. 1-337.

von Hagen, J. e R. Strauch (2001), “Fiscal Consolidations: Quality, Economic Conditions, and Success”, Kluwer Academic Publishers, Public Choice, Vol. 109, N.º. 3/4, pp. 327-346.

Whelan, K. (2011), “Ireland’s Sovereign Debt Crisis”, UCD Center for Economic Research, Working Paper N.º. 11/09.

Wyplosz, C. (2002), “Fiscal Policy: Rules or Institutions?”, *paper* preparado para o encontro do Grupo de Análise Económica da Comissão Europeia, abril.