

Líderes europeus chegam a acordo sobre programa fiscal

Sixty Degrees cautelosa quanto a potencial impacto

Na semana passada, após 4 dias de intensas negociações, os líderes da União Europeia (EU) selaram finalmente o acordo relativo ao novo Fundo de Recuperação (FR) e ao próximo Quadro Financeiro Plurianual (QFP).

O Fundo de Recuperação (“Next Generation EU”) envolve 750 mil milhões de euros, correspondente a 5% do PIB da EU, em 2019, e destina-se a financiar um conjunto de programas, definidos quer a nível nacional, quer pela Comissão Europeia. Dos 750 mil milhões de euros, 390 mil milhões de euros são para transferir a fundo perdido para os países e 360 mil milhões de euros são empréstimos. A proporção entre estas duas componentes foi um dos aspetos de maior atrito nas negociações, já que tanto o plano franco-alemão, como a proposta da Comissão Europeia, defendiam subvenções num montante de 500 mil milhões de euros, o que acabaria por ser rejeitado pelos chamados países “frugais” (Holanda, Áustria, Dinamarca e Suécia), que exigiram que a parcela entregue a fundo perdido ficasse abaixo de 400 mil milhões de euros.

Por forma a financiar as verbas do Fundo de Recuperação, **a Comissão Europeia irá emitir dívida nos mercados, a qual terá de ser reembolsada até 2058.** Os vários governos dos estados membros deverão submeter os seus “planos nacionais de recuperação”, ou seja, a sua “agenda reformista”, a qual terá de ser avaliada pela Comissão Europeia e aprovada por uma maioria qualificada do Conselho Europeu. A aprovação das verbas e a sua alocação terá de ficar definida em 70%, entre 2021 e 2022, e 30%, em 2023. **No que respeita ao orçamento da UE, ou QFP, o valor acordado foi 1,074 mil milhões de euros, para aplicar entre 2021 e 2027, a ser financiado pelas contribuições anuais dos estados membros.**

Os mercados de ações e de dívida reagiram positivamente ao acordo. Não há dúvida de que a primeira emissão de dívida federal representa um passo importante para a EU. **Pela primeira vez, os países da União assumem em conjunto uma emissão de dívida para financiar um programa de recuperação parcialmente composto por subvenções.** No limite, o acordo alcançado parece demonstrar a existência de suporte político à união económica e monetária, na tentativa de reduzir o risco de fragmentação.

Apesar disso, convém contextualizar a dimensão e o significado mais prático deste passo.

A Comissão Europeia não divulgou a alocação de verbas por país, já que esta estará dependente da trajetória do PIB e da taxa de desemprego das várias economias. No entanto, os governos espanhol e italiano avançaram com

estimativas de recebimento de subvenções de 82 e 72 mil milhões de euros, respetivamente, equivalente a 4,6% e 5,8% do seu PIB, em 2019. Já o primeiro ministro grego estima receber cerca de 19 mil milhões de euros, ou seja, 10,5% do seu PIB. **Embora sejam valores significativos, na verdade tornam-se diminutos tendo em conta as dificuldades apresentadas por estas economias.** A título de exemplo, o défice orçamental em Itália deverá aumentar cerca de 10% do PIB, em 2020, e a dívida pública deverá passar de 135% do PIB, em 2019, para 160%, este ano, o que só por si representa 5 vezes mais que o valor de subvenções a receber.

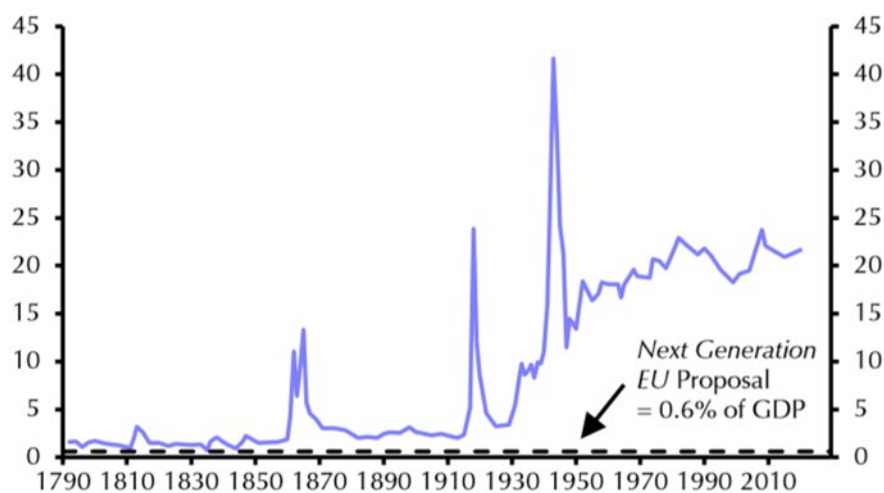
Importa também salientar que apesar de 70% das alocações terem de ficar definidas, em 2021 e 2022, e as restantes 30%, em 2023, os fundos efetivamente poderão só vir a ser desembolsados ao longo de vários anos.

Apesar deste avanço no sentido de algum federalismo, é claro que a União continua numa fase muito incipiente quando comparada com o sistema federal norte americano, que aliás foi constituído com base na mutualização, a preços de mercado, de toda a dívida dos Estados.

Nos EUA, a despesa federal, em 2019, representava 21% do PIB. Por comparação, estima-se que as subvenções de 390 mil milhões de euros do Fundo de Recuperação Europeu representarão apenas 0,4% do PIB anual da EU durante o período orçamental de 7 anos. Mesmo considerando o valor total do FR (750 mil milhões de euros) e do QFP (1,074 mil milhões de euros) em conjunto, estes representarão apenas 1,9% do PIB anual da EU durante o período de 7 anos.

A resposta fiscal da UE fica muito aquém da despesa federal anual nos EUA, em % do PIB

Chart 2: US Federal Spending (% of GDP)

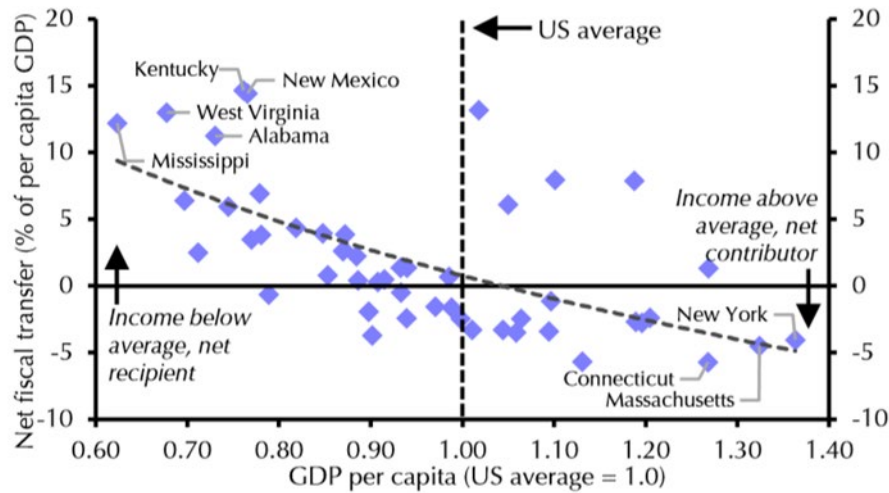


Fonte: Capital Economics (CE)

Tal como se pode observar no gráfico abaixo, segundo dados do *Rockefeller Institute of Government*, nos EUA as transferências fiscais líquidas para os estados mais pobres igualaram 11% do seu PIB, em cada ano, no período entre 2015-2018, enquanto as contribuições líquidas dos estados mais ricos representaram cerca de 5% do seu PIB. Estes valores comprovam o elevado alcance das transferências fiscais nos EUA.

Transferências fiscais líquidas para os estados mais pobres equivalentes a 11% do PIB (2015-18)

**Chart 1: Net Fiscal Transfers by US State
(Annual Average Between 2015 & 2018)**



Fonte: Rockefeller Institute of Government, CE

Por outro lado, a **experiência passada de anteriores programas de estímulo na UE deixa muitas dúvidas sobre o potencial impacto positivo do atual Fundo de Recuperação na economia europeia**. De recordar que, em julho de 2009, a EU lançou o “Plano Europeu de Recuperação Económica”, que representava 1,5% do seu PIB e visava ajudar a economia a recuperar da crise. O programa destinava-se especificamente a dinamizar o emprego nos setores de infra-estruturas, construção e comunicações. De salientar também, o lançamento do “Plano Juncker”, em 2014, que mobilizou 360 mil milhões de euros em vários projetos. Entre 2004 e 2018, seguiram-se também uma série de programas “verdes” destinados a implementar a transição energética na UE, mas que muitas vezes também implicaram aumentos de impostos e medidas protecionistas.

Já para não mencionar a grandeza dos programas de estímulo do próprio BCE, os quais temos vindo a referir repetidamente nestas *weekly notes*. **Desde a crise financeira que o BCE tem levado a cabo vários programas de compras de ativos (dívida soberana) e implementado taxas de juro negativas. Em maio de 2020, o balanço do BCE representava 44% do PIB da Zona Euro versus 30% no caso da Reserva Federal.**

Os resultados obtidos com todos estes estímulos foram fracos. Nos últimos anos, a Zona Euro tem sofrido revisões em baixa ao seu crescimento. No quarto trimestre de 2019, o panorama já era de fraqueza, com a Alemanha próxima de recessão, França e Itália a registarem estagnação e Espanha a desacelerar fortemente.

Importa questionar a que se ficará a dever o insucesso dos planos de estímulo na Europa versus, por exemplo, os EUA? Uma das principais explicações parece ser o facto de assentarem numa **lógica de “planeamento central”** da economia. A maioria destes planos inclui fortes diretrizes sobre onde e como se deve investir. Frequentemente, o dinheiro acaba por ser canalizado para setores com excesso de capacidade e/ou próximos do poder político, cujo resultado é o aumento de empresas “zombie”. O perpetuar dos “campeões nacionais”, aliado à elevada carga

regulatória e fiscal, impede muitas vezes o vingar das empresas mais inovadoras, explicando também assim a ausência de gigantes tecnológicos na Europa.

Assim sendo, o problema da Europa não parece ser a falta de estímulos, já que vários programas foram tendo lugar uns a seguir aos outros. Neste contexto, torna-se mais difícil acreditar que o recente Fundo de Recuperação possa ter impactos verdadeiramente positivos no crescimento económico europeu.

Em suma, apesar do acordo alcançado ser um passo em frente no projeto europeu, a Sixty Degrees tem alguma cautela no que se refere ao seu impacto real no crescimento económico da UE. Nesta fase, consideramos que a atuação do BCE, através dos programas de compras de ativos em curso, continuará a ser o principal suporte à manutenção em baixa das *yields* soberanas europeias, evitando a implosão dos orçamentos de alguns Estados da União. **Para que a Europa possa recuperar uma trajetória sustentada de maior crescimento, terá de refletir sobre as origens da sua fraqueza, nomeadamente sobre as falhas na conceção do sistema do Euro, o qual não visou a mutualização das dívidas dos estados membros e que permite a criação de moeda através das dívidas dos Estados membros.**

Disclaimer:

Copyright © 2020 Sixty Degrees SGOIC SA, Todos os direitos reservados. Esta nota não constitui ou faz parte de qualquer oferta de emissão ou venda, ou solicitação de qualquer oferta de subscrição ou compra de Unidade de Participação (UP's) de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA, nem formará a base, ou será invocada em conjunto com qualquer contrato. Qualquer operação de subscrição de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA só deve ser realizada com base nas informações contidas no respetivo prospeto, no IFI e nos outros documentos comprovativos, que podem ser diferentes da informação contida neste documento. O prospeto, IFI, bem como os Relatórios e Contas anuais e semestrais, podem ser consultados diretamente no sítio da Sixty Degrees em sixty-degrees.com ou no endereço de registo da Sociedade localizada na Avenida João Crisóstomo, 30 6º Esq. 1050-127 Lisboa.

As informações, opiniões e modelos financeiros contidos neste documento (conjuntamente referidos como "os Materiais") não pretendem ser exaustivos ou completos não constituindo desta forma um aconselhamento de investimento. Os Materiais contêm (a) informações derivadas de fontes que se acredita serem precisas, mas que não foram verificadas independentemente e (b) projeções, suposições e previsões que se acredita serem razoáveis, mas que podem diferir de eventos ou resultados reais. Nenhuma responsabilidade pode ser pedida à Sociedade relativamente à exatidão e integridade dos materiais publicados. Nenhuma representação, compromisso de garantia, expresso ou implícito, é dada quanto à exatidão ou integridade dos Materiais por, diretor, executivos ou funcionários, e nenhuma responsabilidade é aceite por tais pessoas pela exatidão ou integridade dos Materiais. Além disso, a Sociedade não assume qualquer obrigação de fornecer ao destinatário acesso a qualquer informação adicional, de atualizar os Materiais ou de corrigir imprecisões. Este documento é confidencial e destina-se exclusivamente aos clientes da Sixty Degrees. Não deve ser reproduzido, distribuído ou publicado no todo ou em parte por qualquer destinatário para qualquer finalidade sem o consentimento prévio da Sixty Degrees.