

# Os Mercados Financeiros da Europa do Euro e o Financiamento

João Costa Pinto



FUNDAÇÃO  
CALOUSTE GULBENKIAN

# ÍNDICE

<b>I. Os mercados financeiros da Europa do euro desde o lançamento da moeda única</b>	<b>3</b>
1. As grandes questões com que a União Europeia se debate	3
2. O lançamento do Euro e evolução da Zona Euro até á pandemia	5
2.1. Do lançamento do Euro em janeiro de 1999 até á crise financeira de 2007/8 – um “Período de Ouro” do Euro.	6
2.2. Evolução, entre a emersão da crise financeira em 2007/8 e o lançamento das operações de “Quantitative Easing” (QE) em 2014 – um “Período de Crise” do Euro.	8
2.3. Evolução entre o lançamento das operações de QE e a eclosão da pandemia – um “Período de Estabilidade”.	12
3. O impacto da pandemia, os bloqueamentos e os riscos actuais com que a Europa do euro se debate	15
3.1.A situação da União Europeia no período pré-pandemia – em Finais de 2019	15
<i>O impacto da resposta à crise financeira</i>	15
<i>A travagem do movimento de globalização e o impacto do “Brexit”</i>	18
3.2.O impacto da pandemia sobre as economias do euro no contexto mundial	19
3.3. Quais as saídas para os bloqueamentos actuais	20
<i>As questões em aberto</i>	20
<i>As respostas da União Europeia aos riscos actuais</i>	23
<b>II. O financiamento na economia Portuguesa</b>	<b>31</b>
1. Financiamento e estrutura produtiva – algumas referências.	31
2. A situação do nosso Sistema Financeiro no período pré-pandemia.	33
A crise financeira de 2007/8 e a resposta da Europa do euro – o programa da “TROIKA”	33
Impacto do programa sobre o Mercado Bancário	33
Recentragem do modelo tradicional de negócio bancário	35
O impacto da pandemia sobre os Mercados Financeiros do euro – o choque pandémico como acelerador de mudanças	36
Impacto da pandemia sobre os mercados bancários	37
3. O financiamento no pós-pandemia	38
A resposta das Políticas Públicas ao choque pandémico	38
A poupança interna	39
A acção da União Europeia	40
4. Reorganização do Sistema Financeiro – desenvolvimento do Mercado de Capitais	41
Mercados Financeiros da área do euro	41
Desenvolvimento de Mercados de capitais	43
Reorganização dos Mercados Financeiros na economia portuguesa	45
Banco de Investimentos	46

# 1. AS GRANDES QUESTÕES COM QUE A EUROPA DO EURO SE DEBATE

A crise financeira que, a partir de 2007/8, assolou, em primeiro lugar os mercados financeiros dos EUA e depois se estendeu aos mercados financeiros mundiais, veio por á prova a organização institucional e jurídico/regulamentar que sustentava o ambicioso projecto de integração da Europa.

Embora muitos dos problemas com que a União Europeia se debate sejam o reflexo dos bloqueamentos que afectam o capitalismo mundial – concentração crescente da riqueza e do rendimento, baixa produtividade e reduzidas taxas de crescimento, acumulação crescente de capital financeiro e hipertrofia dos mercados financeiros, excesso de poupança e reduzido nível de investimento – na Europa do Euro estão a ser amplificados por problemas e dificuldades que reflectem as contradições políticas e as fragilidades da arquitectura institucional e jurídico/regulamentar que, desde o lançamento da Moeda Única, enquadra o projecto de integração da Europa.

Hoje – mais de uma década depois do início da crise de 2007/8 – a Europa do Euro debate-se com problemas de grande complexidade e com implicações sociais e políticas que ameaçam a sua coesão e travam a sua progressão e a resolução de questões cruciais para o avanço do processo de integração.

As baixas taxas de crescimento da Zona Euro assumem neste contexto uma importância crítica, na medida em que reflectem bloqueamentos que vão desde o baixo nível de investimento global – público e privado – até ao deficiente funcionamento dos mercados financeiros, excessivamente dependentes dos mercados bancários, passando por políticas orçamentais muito rígidas e, no caso das economias deficitárias, por um nível excessivo de endividamento.

Como reflexo desta evolução, as economias do euro não têm criado postos de trabalho para absorver o desemprego jovem que se mantém muito elevado com um forte impacto social e político.

Enquanto as economias credoras – reunidas em volta da economia alemã – mantêm políticas orçamentais e fiscais que travam o investimento público e a procura interna global – consumo e investimento– as economias devedoras permanecem reféns de elevados níveis de endividamento que condicionam as suas políticas públicas e travam o movimento de convergência estrutural de que, a prazo, depende a coesão económica, social e política da Zona Euro e da própria União Europeia.

São assim visíveis as contradições e o choque de interesses entre os dois blocos que integram a Europa do euro: por um lado, o bloco das economias excedentárias do centro e do norte da Europa que se têm oposto ferozmente ás reformas institucionais e jurídico regulamentares necessárias ao avanço do movimento de integração financeira e á consolidação da União BancáriaBloco formado em torno da Alemanha que se mantém “agarrada” a princípios doutrinários que privilegiam um controle estrito das contas públicas e a estabilidade de preços, mesmo que com sacrifício do crescimento do emprego e da distribuição do rendimento internoComo reflexo desta posição, a principal economia do euro recusa-se a utilizar os excedentes que tem vindo a acumular no estímulo da procura interna – programas recentemente anunciados são cedências tímidas ás pressões generalizadas – ao mesmo tempo que recusa avançar na consolidação da União Bancária e na reforma da arquitectura que suportou o lançamento do euro e que, no essencial, ainda enquadra a Moeda ÚnicaRecusa que reflecte a sua oposição a qualquer solução que passe pela mutualização ou pela partilha de risco e de responsabilidades a nível da Europa do euro; por outro lado, um bloco formado pelas economias mais frágeis e periféricas, a braços com níveis elevados de endividamento que travam as refor-

mas necessárias á sua modernização e à aproximação aos níveis médios de eficiência e de competitividade das economias que integram o bloco anterior.

Neste contexto, apenas a acção do BCE tem evitado a fragmentação da Europa do Euro, embora á custa da acumulação de efeitos laterais que serão abordados mais adiante.

A situação actual levanta assim questões e dúvidas sobre o futuro do projecto europeu na sua formulação actual. Pode a Europa do euro prosseguir o seu movimento de integração económica e financeira sem avançar com alguma forma de integração política – no sentido federal ou não? Em particular, é possível aprofundar a integração monetário/financeira sem uma articulação/harmonização fiscal e sem um adequado orçamento comunitário?

Em alternativa, se tal não for possível, qual a evolução previsível da Europa do euro?

Uma Europa a duas velocidades ou mesmo de geometria variável, como tem sido admitido por alguns Estados Membros – caso da França – ou mesmo pela própria Comissão, num “Paper” com diferentes cenários que publicou em 2019(\*) Mas em tal quadro qual seria a posição e o papel destinado às economias menos competitivas e deficitárias? Como acelerar as suas reformas e o seu desenvolvimento económico e social, de modo a que estas retomem o movimento de convergência de que, a prazo, depende a coesão política e social, cruciais para o avanço e a consolidação do projecto europeu.

No contexto actual, apenas a acção do BCE está a travar a fragmentação da Europa do euro na sua configuração actual, através da acumulação crescente de dívida pública no seu balanço. No entanto, até à pandemia esta instituição encontrava-se isolada, dada a ausência do contributo das políticas fiscais/orçamentais no combate aos bloqueamentos que travam o relançamento e o crescimento das economias da Zona Euro. Acresce que a própria eficácia da acção da política monetária prosseguida pelo BCE é travada pela continuada fragmentação do mecanismo que transmite os seus efeitos aos seus destinatários últimos – consumidores, produtores, investidores e aforradores. Situação que resulta do peso do mercado bancário na intermediação financeira da Europa – mais de 80% do financiamento da actividade económica na Europa é assegurada pelos bancos comerciais – com consequências negativas de grande complexidade sobre a forma como é financiado o tecido produtivo – em particular as PME – com o recurso intensivo a crédito de curto-prazo, próprio do modelo de negócio tradicional dos bancos comerciais europeus. Modelo que nas condições actuais privilegia o crédito ao consumo, ao imobiliário/habitação e ao Estado, com prejuízo do financiamento do investimento e da inovação. Por outro lado, a forma ineficiente como são transmitidos os efeitos das medidas tomadas pelo BCE – redução das taxas de juro, e injeções de liquidez nos mercados financeiros – reduz a eficácia da Política Monetária, dado que os mercados bancários do euro atravessam um período de retracção e de recentragem do modelo de negócio da generalidade dos bancos comerciais.

Deste modo, os impulsos da política monetária são em grande parte absorvidos pelos balanços dos bancos e não chegam a influenciar as decisões dos agentes económicos no sentido da expansão da actividade económica – consumo, produção e investimento.

È neste contexto que assume grande importância a reorganização dos mercados financeiros do euro, com a implantação de uma União Bancária plena e com o desenvolvimento de mercados integrados de capitais – a caminho de uma União Financeira que resultaria de uma União Monetária de uma União Bancária e de uma União de Capitais. Questões a retomar á frente.

## 2. O LANÇAMENTO DO EURO E A EVOLUÇÃO DA EUROPA ATÉ AO MOMENTO ACTUAL

A evolução da União Europeia ao longo das duas últimas décadas reflecte o impacto da decisão de lançar uma Moeda Única europeia – o Euro – e, deste modo, criar uma União Monetária.

Foi uma decisão iminentemente política, tomada sobretudo pela Alemanha e pela França, com múltiplos objectivos políticos e económicos: garantir, através da moeda, a consolidação do grande projecto de integração da Europa, de modo a preservar a paz e a impedir a repetição dos conflitos devastadores que tinham marcado a história da Europa na primeira metade do século XX; intensificar, no contexto do movimento de globalização e no interior de uma Zona do “Mercado Único”, as trocas comerciais e os fluxos de capitais; assegurar, através de um símbolo monetário – o Euro – o prestígio e a credibilidade da Europa num mundo cada vez mais global, perante a superpotência económica e militar – os EUA – e a superpotência emergente – a China.

Tratava-se de criar um espaço económico ligado por um instrumento que se acreditava capaz de induzir um movimento virtuoso de progresso económico e social – a Moeda Única – e deste modo facilitar a resolução de contradições e de conflitos que no passado tinham repetidamente conduzido a Europa a conflitos sangrentos.

Ao tomar esta decisão os Países Fundadores da União Monetária – em particular a Alemanha e a França – subavaliaram os riscos que decorriam da implantação de uma Moeda Única num conjunto heterogéneo de economias, com estruturas económicas, financeiras, sociais e políticas e com níveis de produtividade e competitividade muito diferentes.

Riscos que – na ausência de uma adequada estrutura institucional e jurídico/regulamentar capaz de os absorver e de controlar o seu impacto sobre as economias mais frágeis – permanecem com uma ameaça sobre a União Europeia.

A verdade é que o lançamento do Euro significava o desaparecimento do mecanismo central de ajustamento das economias menos eficientes e competitivas – a Política Cambial que permitia a manipulação do valor externo da moeda nacional – com implicações económicas, sociais e políticas de grande complexidade, sempre que é necessário absorver e reagir a choques que afectam a sua competitividade externa. Questão que, pela sua importância, será abordada mais á frente quando analisarmos a situação da economia portuguesa.

Passando claramente ao lado destas questões, o Tratado de Maastricht consagrou um modelo institucional e jurídico/regulamentar que enquadró o lançamento do Euro e que assentou em quatro vectores principais:

- Níveis máximos de endividamento externo e de taxas de juro internas;
- Não existência de um mecanismo de saída da União Monetária das economias que aderissem ao Euro – “no exit clause” Para além disso, as economias não seriam resgatadas em situação de risco de “default” ou de insolvabilidade- - “no bailout clause”.
- Dois princípios contraditórios e irreconciliáveis sempre que uma economia enfrentasse períodos de instabilidade e/ou de crise e cuja consagração no Tratado foi justificada por dois tipos de argumentos: por um lado, por uma razão de credibilidade do próprio Euro A admissão de que uma economia podia sair da União Monetária e regressar a uma moeda nacional iria expor as economias aderentes mais frágeis a ondas de especulação nos mercados cambiais com riscos acrescidos de instabilidade; por outro, o princípio de “no bailout” reflectia

as posições da elites alemãs, ferozmente opositoras a qualquer forma de mutualização e de partilha de risco e de responsabilidades no contexto da União Monetária;

- Criação de um Banco Central para a Zona Euro – BCE – responsável pela emissão monetária e pela condução de uma Política Monetária Única para toda a área do Euro;
- Um quarto “ pilar ”, formado por programas de ajudas às economias menos eficientes e competitivas, com a intenção de as apoiar no lançamento de um movimento de aproximação estrutural – “ catching up ” - aos níveis médios de desenvolvimento económico e social, de eficiência e de produtividade da Zona Euro.

## 2.1 Do lançamento do Euro, em janeiro de 1999, até á crise financeira de 2007/8 – um “PERÍODO DE OURO” do Euro.

Este período corresponde a uma verdadeira época de ouro para o euro, durante a qual as economias que integravam a União Monetária Europeia pareciam lançadas num movimento virtuoso de integração económica e financeira e de aparente convergência em que todos pareciam ganhar.

Durante este período os mercados “viveram” na convicção de que a União Monetária Europeia (UME) constituía um invólucro protector em relação ao risco das economias mais frágeis da Europa do euro. Deste modo estas economias estariam protegidas contra choques – internos ou exógenos – ou desequilíbrios.

Sentimento alimentado pela ilusão de que – apesar do que havia ficado consagrado na letra do Tratado de Maastricht – prevalecia na Europa do euro um princípio de solidariedade que garantia a solvabilidade de todas as economias do euro.

Como resultado, as chamadas “economias periféricas” – como a portuguesa – puderam beneficiar de financiamento abundante e fácil, a baixo custo.

Embora neste período as taxas de juro das economias do euro já orbitassem em torno das taxas alemãs – que funcionam como um “pivot” dos mercados de capitais do euro, como reflexo do peso relativo da economia alemã no conjunto das economias da Zona Euro – ainda reflectiam níveis distintos de prémios de risco para as diferentes economias do euro. O que contrasta com a situação actual, em que as intervenções maciças não convencionais do BCE têm vindo a distorcer a percepção e a avaliação do risco.

Os investidores acreditaram que a solidariedade europeia protegia a solvabilidade das economias devedoras – mesmo as mais alavancadas – o que tornou possível um nível crescente de endividamento tanto dos sectores públicos como privados.

Por sua vez as economias excedentárias/credoras, sobretudo as economias ricas do norte da Europa agrupadas em torno da economia alemã, foram neste período beneficiadas por duas vias:

- Por uma “via cambial” – na medida em que o euro garantiu á Alemanha ganhos de competitividade externa que lhe permitiram acumular excedentes comerciais crescentes. Ganhos que nunca teriam ocorrido com o marco alemão, que se teria apreciado sob a pressão dos excedentes comerciais;
- Por uma “via financeira” - que permitiu aos investidores alemães aplicar os excedentes no financiamento dos deficits das economias devedoras

Investimentos canalizados sobretudo através dos mercados bancários – dada a atrofia dos mercados de capitais europeus – que deste modo alimentaram uma alavancagem crescente das economias devedoras e menos competitivas do sul.

**Deste modo, o Euro criou condições para um aumento do nível do endividamento nas economias menos eficientes, dada a forma como ancorou o risco das economias da Zona Euro ao risco da economia alemã.**

A convicção de que as economias do euro beneficiavam de uma garantia implícita da Europa do euro, fez com que o respectivo risco reflectisse o nível do risco da economia mais robusta e de maior peso da União Monetária – a economia da Alemanha que, por sua vez, veio influenciar as avaliações das Agências Internacionais de “Rating” que durante muito tempo ignoraram o nível de alavancagem crescente destas economias.

Como resultado, durante este período, as taxas de juro a que as economias periféricas se financiavam eram o reflexo das taxas de juro que os mercados estabeleciam para a economia alemã subavaliando claramente o risco das economias mais endividadas.

Embora actualmente as taxas a que as economias devedoras se financiam também se formam e orbitam em torno das alemãs – com “spreads” reduzidos – tanto o contexto dos mercados financeiros, como os riscos actuais são muito diferentes, na medida que reflectem sobretudo a acção do BCE. Questão que será retomada mais á frente.

**No entanto, as condições excepcionais de financiamento prevalecentes neste período – entre 1999 e 2007 – não induziram uma aceleração do movimento de convergência no interior da União Monetária Europeia. Antes se esgotaram numa acumulação de dívida sem que tal se reflectisse em melhorias de produtividade e de crescimento.**

A evolução da nossa economia e bem assim da italiana – terceira economia do euro depois da alemã e da francesa – são exemplos claros de economias em que os bloqueamentos ao crescimento e aos aumentos de produtividade e eficiência se parecem ter acentuado depois da adesão á Moeda Única europeia.

A explicação para esta evolução deve ser procurada a dois níveis:

- A **nível interno** das economias menos competitivas não houve o reconhecimento de que o desaparecimento do mecanismo de ajustamento cambial que permitia responder a perdas de competitividade externa através de manipulações do valor externo da moeda, implicava reformas capazes de aumentar a eficiência e a produtividade do tecido produtivo e globalmente das economias.

Questões como educação, treino profissional, modernização das empresas e inovação, são exemplos de questões centrais quando se trata de aumentar o nível de produtividade e de competitividade externa.

Para além disso, os nossos bancos procuraram tirar partido da abundância de financiamento, desenvolvendo um modelo de negócios que favoreceu o endividamento e a alavancagem da economia, sobretudo em torno do financiamento da especulação imobiliária e da aquisição de habitação e – embora ainda com um peso marginal – do consumo

Para além disso, apoiaram sobretudo os sectores produtores de bens não transaccionáveis, com prejuízo dos sectores exportadores, do investimento e da inovação. Questões que pela sua importância para a nossa economia, retomaremos mais á frente no ponto II.

- A **nível da zona Euro** verificou-se a incapacidade ou a falta de vontade política para “pôr de pé” políticas e orientações capazes de favorecer ou de induzir um movimento virtuoso de crescimento e de convergência, num contexto de uma União Monetária.

**Como resultado, um período em que o euro ganhou credibilidade e estatuto nos mercados financeiros mundiais, não conduziu nem a crescimento nem à convergência, o que teria reduzido o nível de fragmentação estrutural apresentado pela Zona Euro no momento do lançamento da moeda única.**

Foi deste modo sobre uma Europa do euro económica e financeiramente fragmentada que – em 2007 - se abateu a crise financeira com origem nos mercados financeiros dos EUA.

## **2.2 O período entre o início da crise financeira de 2007/8 e 2014 quando o BCE lançou as operações de “Quantitative Easing” (QE) – um “PERÍODO de CRISE” do Euro.**

A crise financeira que teve a sua origem nos mercados financeiros dos EUA com os chamados produtos “sub-prime” – também conhecidos como produtos “ninja” (no income, no job, no assets) fez-se sentir na Europa do euro, a partir de 2007/8 e veio interromper o período de consolidação e de expansão da Moeda Única europeia.

Começou por se fazer sentir nos bancos irlandeses, muito expostos ao mercado norte-americano e posteriormente alastrou às economias periféricas do euro, que se debatiam com elevadas necessidades de financiamento.

As fragilidades da arquitectura institucional e jurídico/regulamentar que desde o Tratado de Maastricht enquadrava o euro foram abruptamente expostas pela crise e pela resposta da Europa á crise.

Como resultado, o risco das economias devedoras – muito alavancadas – foi isolado e exposto ao escrutínio directo dos investidores.

As taxas de juro das dívidas soberanas destes Países subiram rapidamente – o que levou a uma queda do valor de mercado destas obrigações – o que provocou perdas substanciais nos bancos que as mantinham em carteira. No caso dos bancos irlandeses, a sua exposição a produtos “sub-prime” originou perdas volumosas que ameaçaram a sua solvabilidade, levando-os á beira do colapso.

Neste contexto, a decisão do Governo irlandês de garantir todos os depósitos – apesar da dimensão dos bancos afectados – fez emergir a ameaça da incapacidade da economia irlandesa para continuar a assegurar o serviço da respectiva dívida soberana, levando os mercados a estabelecer uma ligação directa entre o risco bancário e o risco soberano da Irlanda.

Como reflexo das dificuldades da economia irlandesa – que havia beneficiado de elevadas taxas de crescimento durante um longo período – os mercados isolaram o risco das economias periféricas mais alavancadas do euro o que contribuiu para agravar rapidamente as suas condições de acesso a financiamento.

Por sua vez as Agências Internacionais de Rating que haviam mantido níveis muito favoráveis de notação destas economias, reagiram de forma abrupta nalguns casos mesmo excessiva e cortaram os respectivos ratings para níveis de “no investment grade”.

Como resultado, o estrangulamento dos fluxos de financiamento fez pairar sobre as economias mais alavancadas – em particular, da Irlanda, de Portugal e da Grécia – a ameaça de “default”.

Perante o risco de fragmentação da Zona Euro e de retrocesso do próprio projecto de integração da União Europeia, a Europa do euro desenvolveu uma resposta á crise que, a partir de 2010, assentou em três linhas distintas de actuação:



Por um lado, criou uma “task force” integrada por técnicos da Comissão Europeia e do BCE, apoiados pelo FMI, a quem atribuiu a missão de desenhar e de assegurar a execução de programas destinados a controlar as necessidades de financiamento das economias em dificuldades.

Em particular, as economias irlandesa, portuguesa, grega e de Chipre, tiveram de se submeter a um conjunto de medidas – que ficaram conhecidas como Políticas de Austeridade – destinadas a reduzir, de forma rápida, os fluxos de financiamento destas economias.

Para o conseguir, actuaram simultaneamente, sobre o financiamento público – através de medidas dirigidas ao aumento das receitas fiscais e á redução/controla das despesas – e ao financiamento privado, forçando os bancos a reduzir as suas carteiras de crédito.

As economias atingidas foram deste modo submetidas a medidas que criaram situações de clara repressão financeira que travaram a despesa interna - consumo e investimento – ao mesmo tempo que reduziram o financiamento do tecido produtivo interno. Movimento que provocou o desaparecimento de muitas empresas – mesmo de empresas economicamente viáveis embora com estruturas financeiras frágeis – e a um aumento rápido do desemprego.

Como contrapartida pela implementação destes programas, as economias em dificuldades puderam continuar a assegurar o serviço das respectivas dívidas, com os capitais disponibilizados pelas restantes economias do euro.

O preço económico, social e mesmo político, foi, no entanto, muito elevado, com uma retracção da actividade económica e um aumento rápido do desemprego, acompanhado de uma queda dos níveis de bem-estar e de um aumento dos níveis de pobreza.

A contracção de cerca de 25% da economia grega irá permanecer como o exemplo mais flagrante do impacto das políticas com que a Europa do euro – sob inspiração e imposição alemãs – respondeu á crise financeira de 2007/8.

No entanto, para além do seu impacto macroeconómico, estes programas enfraqueceram os sistemas bancários destas economias com consequências que - como veremos adiante – ainda hoje se fazem sentir;

Por outro lado, a Europa do euro procurou “cortar a ligação” entre o risco soberano e o risco bancário, avançando para a implantação de uma União Bancária.

Não foi, no entanto, um movimento ditado pela intenção de fazer avançar o processo de integração financeira da Europa, através da junção de uma União Bancária à existente – desde o lançamento do euro – União Monetária.

Foi antes uma decisão tomada numa situação de emergência em que a própria União Monetária – i.eo euro – corria um risco crescente de fragmentação e de implosão, dado o impacto da crise financeira e dos programas de austeridade sobre a generalidade dos bancos sistémicos das economias do euro.

Tratou-se de isolar o risco de colapso destes bancos, fazendo cair o custo deste directamente sobre os accionistas e sobre os credores privados – tanto sobre os detentores de dívida emitida pelos bancos como sobre os próprios depositantes.

Com o argumento da protecção dos interesses dos contribuintes, foi lançada uma União Bancária suportada por uma arquitectura institucional e jurídico/regulamentar formada por três pilares: uma **Supervisão Única** que passou a centralizar a supervisão bancária a nível da Zona Euro; um **Sistema Único de Garantia dos Depósitos** que passaria a garantir de modo uniforme os depósitos constituídos nos bancos das economias do euro; por último, um **Mecanismo de Resolução** que passou a enquadrar jurídica e regulamentarmente qualquer intervenção sobre bancos que se encontrassem em risco de colapso. Enquadramento que objectivamente retirou aos Governos a capacidade para decidirem sobre o futuro de qualquer instituição bancária em dificuldades, independentemente da importância sistémica do banco em causa.

Embora constitucionalmente os Governos nacionais mantenham a responsabilidade de preservar a estabilidade dos respectivos Sistemas Financeiros, assim como a assunção dos custos de uma eventual intervenção, as decisões passaram a ser tomadas a nível europeu. O instrumento principal de todo este processo para a Comissão decorre de uma aplicação directa – no caso da resolução de um banco – do conceito de “ajuda de Estado” no âmbito da Política de Concorrência.

Não atendendo sequer à natureza estratégica da actividade bancária, em particular, quando se trata de um banco de importância sistémica. No ponto II voltaremos a esta questão quando abordarmos a situação no sistema bancário português.

O impacto simultâneo da política de austeridade e do lançamento da União Bancária, atingiu fortemente as economias devedoras mais frágeis com implicações de grande complexidade: por um lado, a situação das respectivas economias deteriorou-se de forma rápida, com um aumento do desemprego e uma queda da actividade económica; por outro, os mercados bancários destas economias tiveram de absorver, em simultâneo, as pressões decorrentes, tanto do movimento recessivo da actividade económica, como do forte aperto regulamentar e prudencial que acompanhou a implantação da União Bancária e a Supervisão Única.

Deste modo a generalidade dos bancos do Euro – e, em particular, das economias devedoras – retraiu os fluxos de crédito, o que deu origem a uma redução do financiamento das economias. No nosso caso, como veremos adiante, os bancos – forçados pelo programa da Troika – reduziram fortemente o crédito às empresas, com um forte impacto sobre as PME's.

A deterioração rápida da situação económica da Zona Euro - que atingiu com severidade as economias periféricas do Sul – fez intensificar as pressões dos mercados financeiros, o que fez pairar sobre a Europa do Euro uma ameaça de fragmentação.

Acresce que a situação se tornou mais complexa devido à convergência de dois tipos de factores:

- Por um lado, a resposta da União Europeia não foi a mesma para todas as economias. Enquanto as economias portuguesa, irlandesa, grega e cipriota foram submetidas a programas de austeridade, desenhados e executados sob controle da chamada “Troika”, já a espanhola foi apoiada sem ter de se submeter a um programa com o mesmo tipo de condicionalidade. Neste caso foram disponibilizados fundos – que podiam ir até aos 100 mil milhões de euros – destinados ao saneamento e à estabilização dos bancos espanhóis, a braços com pesadas carteiras de crédito improdutivo sobretudo ligado ao imobiliário;
- Por outro, a Alemanha manteve uma oposição frontal ao avanço – sobretudo à operacionalização – de um dos requisitos centrais da União e mesmo a credibilidade da decisão de criar uma União Bancária na Zona Euro.

A posição alemã reflecte a forte oposição dos bancos alemães ao avanço da integração dos mercados bancários do euro. Na verdade a banca alemã, muito fragmentada e pouco eficiente, prefere a manuten-

ção da situação actual em que beneficia directamente do estatuto da Alemanha como primeira potência económica da União Europeia. Na verdade, esta posição permite-lhe ter acesso aos mercados financeiros com vantagens competitivas em relação á restante banca europeia.

## 2.3 – Evolução entre o lançamento das operações de QE – 2014 – e finais de 2019 – um “PERÍODO de ESTABILIDADE” do Euro.

Perante a crescente instabilidade dos mercados do Euro – sobretudo o elevado nível de fragmentação dos mercados bancários que na Europa constituem a “espinha dorsal” dos Sistemas Financeiros – foi a acção do BCE que travou a desagregação dos mercados financeiros e afastou os riscos que, de forma crescente, ameaçavam a Europa do euro.

Depois de um período de hesitação, em que a situação nos mercados financeiros se agravou, o BCE – perante a paralisia das elites políticas no poder nas principais economias que se recusavam a tomar medidas fiscais dirigidas á estabilização da Zona Euro – decidiu reorientar a sua política monetária, na linha do que outros Bancos Centrais haviam já feito. Deste modo o BCE moveu-se para uma política monetária não convencional que ainda mantém, com consequências de grande complexidade que veremos mais á frente.

Mário Draghi, Presidente do BCE – num discurso pronunciado em 23 de julho de 2012 no auge da crise que estava a ameaçar o Euro de forma crescente – afirmou que o BCE estava preparado para fazer o que fosse necessário – “whatever it takes” – para preservar a estabilidade do Euro.

Na sequência destas afirmações o BCE lançou uma política monetária assente em medidas não convencionais: taxas de juro negativas e injeções de liquidez nos mercados, através de programas de aquisição maciça de activos – títulos de dívida pública e obrigações de elevada qualidade, emitidas por algumas empresas privadas. Operações que são conhecidas como operações de “Quantitative Easing” (QE)

**Taxas de juro negativas** – Nas políticas monetárias convencionais, a manipulação das taxas de juro tem por objectivo final influenciar as expectativas dos agentes económicos e levá-los a intensificar ou a reduzir as suas decisões de consumo e/ou de investimento.

Em contrapartida, na política não convencional, o BCE, ao “cortar” para terreno negativo as taxas de juro dos depósitos que os bancos mantinham junto dele, teve por objectivo central forçar a sua canalização para crédito.

No entanto esta medida tem um efeito colateral perverso sobre a poupança, na medida em que há aforradores que perante um rendimento negativo das suas poupanças são induzidos a poupar mais, de modo a garantir um rendimento futuro mínimo, contrariando a intenção da política monetária de aumentar a procura interna.

Para além disso, as taxas de juro negativas tendem a afectar as margens financeiras dos bancos, reduzindo a remuneração do seu capital;

**“Quantitative Easing” (QE)** - Através destas operações o BCE injecta liquidez nos mercados financeiros do Euro, adquirindo activos – dívida pública, obrigações privadas de elevada qualidade – que estão a ser acumuladas no balanço do Sistema Europeu de Bancos Centrais – BCE e Bancos Centrais Nacionais.

Como resultado, a política monetária do BCE está sobretudo a financiar o stock existente de Dívida Pública –

“outstanding debt” No entanto, o impacto global destas medidas deve ser avaliado numa dupla perspectiva:

## Efeito da Política Monetária sobre os mercados financeiros

A acção do BCE estabilizou os mercados financeiros do Euro, assegurando o financiamento dos Estados e a liquidez dos mercados bancários do Euro.

Reveste-se de interesse ter aqui presente a situação dos mercados no período que antecedeu a crise de 2007/8 Neste período – anteriormente designado por “período de ouro do Euro” - os investidores mantiveram a convicção de que a União Monetária constituía um invólucro protector do conjunto das economias do Euro. Deste modo, a solvabilidade das economias mais endividadas não constituía preocupação o que lhes permitiu acesso fácil a financiamento a custo relativamente baixo.

Embora tal não estivesse expresso nos Tratados, permanecia a convicção de que a Europa se guiava por “princípios de solidariedade”.

A resposta da Europa á crise – que foi iniciada com a aplicação á Grécia de um programa de austeridade de grande violência – veio destruir esta convicção.

A reacção dos mercados ao programa aplicado á Grécia – a que se seguiram sucessivos cortes de “rating” por parte das Agências internacionais – veio a contribuir para precipitar as crises irlandesa e portuguesa. Como se viu atrás, os mercados fecharam-se, cortando o financiamento das economias devedoras que ficaram ameaçadas de colapso financeiro e de “default”.

No entanto, hoje os Estados do Euro - incluindo as economias mais endividadas e mais frágeis – têm de novo acesso a financiamento abundante a um custo historicamente baixo. Não porque a Europa do Euro tenha recuperado princípios de solidariedade, mas como resultado da orientação que o BCE imprimiu á sua política monetária.

Na verdade, desde 2014 que o “risco soberano” tem vindo a ser transferido dos Estados para os balanços do BCE e dos Bancos Centrais que integram o SEBC – Sistema Europeu de Bancos Centrais. Neste contexto, os beneficiários directos da política monetária são sobretudo os Estados do Euro que se conseguem financiar a taxas de juro a nível historicamente baixo, independentemente de qualquer avaliação de risco por parte das Agências de Rating ou dos investidores.

A Zona Euro entrou assim de novo num ciclo de financiamento público fácil, abundante e a baixo custo. Agora como resultado da política monetária conduzida pelo BCE e não de uma distorção da avaliação do risco por parte dos investidores e dos mercados, como aconteceu até 2007.

## Efeito da Política Monetária sobre os bancos

O impacto sobre os bancos das acções do BCE revestiu-se de extrema complexidade - indo desde as suas condições de exploração, até ao modelo de negócio, passando pela sua situação de liquidez e de solvabilidade.

Se, por um lado, as baixas taxas de juro pressionam negativamente as suas margens financeiras, por outro, estas têm permitido ganhos e mais valias financeiras substanciais, através da valorização generalizada de activos, em particular dos seus investimentos em dívida pública.

Para além disso, os bancos têm procurado compensar as perdas de margem financeira através da cobrança directa de comissões e de taxas por serviços que tradicionalmente ofereciam de forma gratuita, como instrumentos de concorrência. Ao mesmo tempo baixaram de forma substancial as taxas de remuneração dos depósitos – para níveis negativos em termos reais – transferindo para os aforradores uma parte significativa do custo de ajustamento.

Deste modo a generalidade dos bancos tem vindo a procurar recentrar os seus modelos de negócio tradicionais – intermediação entre o aforro e o crédito – para um modelo que reduz nos seus balanços o peso do risco de crédito próprio. Modelo que, a consolidar-se, não deixará de reduzir o fluxo de crédito bancário á actividade económica e de aumentar o interesse no desenvolvimento de fontes alternativas de financiamento através de mercados de capitais desenvolvidos

## Efeito da Política Monetária sobre os mercados bancários

A orientação imprimida á política monetária tem, por outro lado, feito acelerar mudanças profundas, tanto na organização como no funcionamento dos mercados bancários. Mudanças impulsionadas por um complexo conjunto de factores:

- Por uma forte pressão regulamentar, que forçou níveis mais elevados de capital e de liquidez, para além de um robustecimento operacional e técnico. Em particular, nas áreas de risco e de “compliance”;
- Por uma aceleração do movimento de inovação tecnológica, que tem levado à entrada no mercado de um número crescente de novos intermediários financeiros suportados por plataformas digitais – com destaque para a intermediação conduzida por operadores que desenvolvem a sua actividade em segmentos de mercado menos regulados, conhecidos como “shadow banking”.

Finalmente, por um movimento de recentragem do modelo de negócio bancário tradicional, em parte acelerado por taxas de juro que, por efeito da nova política monetária caíram para níveis históricos. Na verdade, a inversão da curva de rendimentos – “yield curve” - provocada pelas políticas monetárias não convencionais altera as condições em que tradicionalmente os bancos conduziam as suas operações, arbitrando entre as taxas de curto e de longo prazo.

Como resultado, os bancos têm procurado reagir a estas pressões lançando programas de reorganização que passam:

- Por um redimensionamento das suas operações e por um controle apertado dos seus custos, procurando melhorar a sua eficiência e deste modo baixar a relação entre os custos globais e o produto bancário – “cost to income”;
- Por intensificar a cobrança de comissões e de taxas que conjuntamente com remunerações dos depósitos a níveis historicamente baixos – próximas de zero ou mesmo negativas para certos clientes – impõem à poupança níveis nominais negativos de rendimento;
- Por canalizar a liquidez que aflui aos seus balanços sob a forma de depósitos para operações de crédito e de investimento com menor custo de capital e com um risco mais controlado no curto-prazo – dívida soberana, imobiliário e consumo.

Em paralelo, os bancos, pressionados por exigências adicionais de capital e por uma densa rede regulamentar, reduziram os fluxos de crédito dirigidos às empresas, em particular às PME consideradas de risco mais elevado. Evolução com fortes reflexos negativos sobre o financiamento do tecido produtivo, em particular sobre o investimento e a inovação, com prejuízo da produtividade e do potencial de crescimento das economias mais vulneráveis do Euro. Questão que assume particular importância nas economias devedoras que passaram por programas de ajustamento/austeridade que contribuíram para enfraquecer os respectivos sistemas bancários;

## Efeito da Política Monetária sobre a actividade económica.

A orientação imprimida pelo BCE á sua Política Monetária tem tido, no entanto, uma baixa eficácia no que se refere ao relançamento do crescimento na Zona Euro. Na verdade, os níveis historicamente baixos das taxas de juro e as injeções maciças de liquidez – através das operações de QE – não se têm reflectido de forma visível tanto sobre o investimento como sobre o consumo.

O multiplicador de crédito que coloca os bancos no centro do processo de criação de moeda – ao lado dos Bancos Centrais, emissores de moeda primária – caiu para valores historicamente baixos, como reflexo da queda da velocidade de circulação da moeda tradicional – moeda escritural mais moeda primária - no interior das economias. Evolução que reflecte igualmente a utilização crescente de novas formas monetárias.

Por outro lado, a evolução dos preços continua a indicar uma conjuntura depressiva, reflectindo uma inoperância crescente da Política Monetária para inverter ou mesmo influenciar as expectativas e as decisões da generalidade dos agentes económicos. Nalgumas economias do euro as condições prevaletentes aproximam-se mesmo de uma situação próxima de uma “armadilha de liquidez”.

A explicação para a baixa eficiência marginal das medidas adoptadas pelo Banco Central Europeu encontra-se, por sua vez, na convergência de um complexo conjunto de factores:

- Uma **fragmentação dos mercados bancários** que, desde a crise financeira se tem reflectido negativamente sobre o funcionamento do mecanismo de transmissão dos impulsos da política monetária;
- A emergência de **efeitos perversos** provocados pelo impacto das medidas do BCE, tanto sobre a poupança, como sobre a avaliação do risco nos mercados de crédito do euro. Efeitos que resultam da baixa remuneração nominal da poupança e da sobrevalorização dos activos financeiros como consequência das compras de activos financeiros por parte do BCE.

Entretanto a pandemia que, a partir do início do corrente ano, se abateu sobre a economia mundial e sobre a Europa do euro, veio criar uma situação de emergência que está de novo - depois da crise financeira de 2007/8 - a testar a vulnerável arquitectura institucional e jurídico/regulamentar da União Europeia e da Zona Euro. Questão a abordar no ponto seguinte.

### 3. O IMPACTO DA PANDEMIA, OS BLOQUEAMENTO E OS RISCOS ACTUAIS – QUE SAÍDAS PARA A UNIÃO EUROPEIA

#### 3.1 A situação da União Europeia no período pré-pandemia – em finais de 2019.

##### O impacto sobre as economias da Zona Euro da resposta á crise

Como vimos nos pontos anteriores, a resposta da Europa do euro á crise financeira foi desenvolvida – entre 2007/8 - ao longo de três eixos distintos:

- **Políticas de austeridade**, dirigidas às economias devedoras mais frágeis que se debatiam com desequilíbrios financeiros agudos.

Estas políticas procuraram reduzir as necessidades de financiamento destas economias através da contracção da procura interna, conseguida com um controle muito apertado da despesa pública e de um aumento da carga fiscal.

Ao mesmo tempo forçaram uma redução do financiamento bancário á actividade económica – tanto às famílias como á generalidade das empresas – com o objectivo de desalavancar o mercado bancário e de reduzir as necessidades de liquidez da generalidade dos bancos.

O resultado foi uma travagem brusca do financiamento global das economias – que nalguns casos chegou a atingir níveis acentuados de repressão financeira – que esteve na origem do desaparecimento de muitas empresas economicamente viáveis e num aumento rápido do desemprego.

Evolução com implicações económicas, sociais e políticas de grande complexidade.

As economias excedentárias, com a Alemanha á cabeça, forçaram estas políticas como contrapartida de programas de ajuda financeira, destinados a financiar as economias em dificuldades e deste modo evitar o seu “default”.

Como resultado – e com implicações que serão abordadas á frente – acentuou-se a fragmentação económica e social das diferentes economias da Zona Euro;

- **Políticas monetárias não convencionais**, conduzidas pelo BCE, com o objectivo simultâneo de assegurar a liquidez dos mercados do euro, de combater a fragmentação dos mercados bancários e de induzir um aumento dos fluxos líquidos do crédito bancário á actividade económica.

Embora o objectivo declarado das medidas adoptadas pelo BCE fosse o combate às pressões deflacionistas que ameaçavam a Zona Euro – através de taxas de juro negativas e de operações de QE – estas têm efeitos colaterais importantes que abordaremos á frente, em particular ao assegurar financiamento público a baixo custo, enquanto penalizam fortemente a remuneração da poupança;

- **União Bancária** - por último, a União Europeia (EU) deu alguns passos no sentido da reformulação da arquitectura institucional e regulamentar que enquadra e suporta o Euro e criou uma União Bancária.

A Europa do euro procurou, por esta via, responder aos bloqueamentos e aos desequilíbrios que a crise financeira tinha feito emergir, caminhando para uma maior integração dos mercados bancários. Em particular, procurou cortar a ligação entre o risco soberano e o risco bancário. Questão que assumia uma relevância particular nas economias devedoras mais frágeis, submetidas a programas de austeridade, dada a acumulação de Dívida Pública nos balanços da generalidade dos seus bancos. Como resultado, uma crise de financiamento do Estado reflectir-se-ia na solvabilidade dos bancos.

Com o objectivo de “cortar” esta ligação, a EU avançou na criação de uma União Bancária suportada por três pilares centrais – uma Supervisão Única, um Mecanismo de Resolução de bancos em dificuldades e um Sistema Único de Garantia de Depósitos

Deste modo, a Europa do euro passou a ser enquadrada por uma arquitectura institucional integrada:

- Por uma **União Monetária**, constituída:
  - *Por uma Moeda Única – Euro*
  - *Por um Banco Central Europeu – BCE*
  - *Por um Sistema Europeu de Bancos Centrais – SEBC.*
- Por uma **União Bancária**, constituída:
  - *Por uma Supervisão Única*
  - *Por um Mecanismo de Resolução de Bancos*
  - *Por um Sistema Único de Garantia de Depósitos*
- **Por alguns Fundos**
  - *Fundo Comum de Resolução*
  - *Fundo Comum de Garantia de Depósitos*
  - (Fundos ainda não operacionais)
- Para além disso, a Europa criou um **Mecanismo de Estabilização Macroeconómica para a Zona Euro – (com capacidade reduzida de intervenção)**

Com estas decisões a UE estabilizou a situação nos mercados do euro e travou o movimento de desagregação que – desde a crise financeira de 2007/8 – ameaçava o próprio euro

No entanto, permaneceram por resolver bloqueamentos e problemas centrais que continuam a ameaçar a coesão da Zona Euro e a manter a sua vulnerabilidade a choques sistémicos de origem interna ou exógenos.

Os Fundos de que depende a solidez da União Bancária – Fundos Comuns de Resolução e de Garantia de Depósitos - ainda não se encontram operacionais pelas razões já indicadas em pontos anteriores.

Como resultado, os mercados bancários do Euro permanecem com um elevado nível de fragmentação o que, como vimos, reduz a eficácia da própria Política Monetária.

Para além disso, o Mecanismo de Estabilização Macroeconómica foi activado, com um alcance reduzido, quer pela forte condicionalidade que acompanha a sua utilização, quer pelos recursos relativamente reduzidos com que foi dotado.

Acresce que, no final de 2019, permaneciam por enfrentar dois dos problemas centrais com que a União Europeia se vinha a debater desde o lançamento do Euro:

- **Um nível excessivo de endividamento** – problema com que se debatem as economias devedoras mais frágeis, em particular as periféricas á Zona Euro.  
Desequilíbrio que se acentuou durante o anteriormente referido “Período de Ouro do Euro” que foi bruscamente interrompido pela crise financeira. Como vimos, as medidas adoptadas pela Europa do Euro para responder á crise financeira apenas combateram os sintomas que ameaçavam o Euro através de forte austeridade fiscal e de uma repressão financeira que atingiu sobretudo os sectores privados.  
Em contrapartida, as medidas adoptadas pelo BCE têm vindo a assegurar condições favoráveis de finan-



ciamento aos Estados do Euro, o que, por sua vez, tem vindo a contribuir para a manutenção ou nalguns casos mesmo para agravar os níveis de endividamento;

- **A travagem do movimento de convergência**, entre as economias devedoras do Sul da Europa e credoras do Norte, acentuando a fragmentação da Zona Euro.

### **Impacto sobre os mercados Financeiros.**

No entanto, para além destes problemas, a orientação imprimida á política monetária pelo BCE – cuja acção permanece como a âncora da estabilidade dos mercados do euro – tem tido um impacto de grande complexidade sobre os mercados financeiros. Tem, em particular, originado alguns efeitos perversos com implicações e riscos imprevisíveis a prazo.

Na verdade, as aquisições maciças de activos financeiros por parte do BCE, induziram a sobrevalorização destes nos mercados, a par do estreitamento dos “spreads” entre as dívidas das economias devedoras e das credoras. Deste modo, os “spreads” deixaram de reflectir com um mínimo de objectividade as diferenças de risco entre as diferentes economias do euro. Como resultado, os “spreads” entre a dívida alemã e as dívidas das economias devedoras menos competitivas e mais endividadas estreitaram-se para valores sem precedentes históricos.

Embora no curto prazo esta evolução seja muito favorável às economias mais “alavancadas” do euro – caso das economias portuguesa, italiana e grega – cria uma situação artificial com implicações e fortes riscos a prazo.

Por um lado, limita a margem de actuação futura do BCE “amarrando-a” à crescente dependência dos mercados em relação aos níveis historicamente baixos das taxas de juro e tornando as economias devedoras vulneráveis a eventuais alterações da Política Monetária.

Por outro, os baixos rendimentos - “yields” - obtidos nos mercados financeiros desenvolvidos estão a induzir um afluxo de investimentos, tanto aos mercados emergentes, como aos mercados de produtos e instrumentos alternativos aos activos financeiros. Caso das matérias-primas e do ouro.

Deste modo, uma parte da liquidez injectada pelo BCE nos mercados financeiros europeus tem vindo a alimentar fluxos de financiamentos que se dirigem para mercados e economias exteriores á Zona Euro. Embora estes contribuam para o crescimento da economia mundial, não estão a financiar a procura no interior das economias do euro, reduzindo ainda mais a eficácia da acção do BCE.

Acresce que esta acção do BCE penaliza de forma crescente a remuneração do aforro, efeito que tem, por sua vez, implicações contraditórias: por um lado, induz uma redução dos níveis de aforro, em economias que se debatem já com taxas de aforro muito baixas – como é o nosso caso; por outro, leva alguns grupos de aforradores a acumular níveis acrescidos de poupança, em particular nas economias excedentárias do euro. Nestas, os aforradores procuram compensar os baixos níveis de rendimento gerados pelas taxas de juro, aumentando os respectivos níveis de poupança o que, por sua vez, deprime ainda mais a procura interna.

Para além disso, as operações de “Quantitative Easing” do BCE estão a levar a uma acumulação crescente de liquidez nos mercados bancários e de capitais nos balanços dos bancos. Esta tem sobretudo vindo a acumular-se nos balanços dos bancos que a tendem a canalizar para aplicações de mais baixo risco e/ou de menor custo de capital, como é o caso dos investimentos em dívida soberana, com prejuízo do financiamento dos sectores privados – famílias e tecido produtivo, em particular, das PME's.

## A travagem do movimento de globalização e o impacto do “Brexit”.

Para além, no entanto, dos problemas e bloqueamentos de origem interna à Zona Euro, esta tem vindo a absorver pressões originadas por dois tipos distintos de causas: pela travagem do movimento de globalização e pela decisão do Reino Unido de sair da União Europeia.

### Movimento de globalização

A percepção de que a economia chinesa ameaçava de forma crescente a hegemonia económica, monetária e mesmo militar dos EUA, levou a Administração norte-americana a adoptar medidas com implicações de grande complexidade e com efeitos imprevisíveis. Reacção claramente potenciada por razões políticas em ano de eleições.

Enquanto algumas das medidas procuraram travar os déficits comerciais crescentes entre as duas economias, outras tiveram a intenção de reduzir ou mesmo de bloquear a rápida absorção de inovação tecnológica por parte da economia chinesa.

Para o conseguir, a Administração Trump recorreu à imposição de tarifas sobre as importações de uma gama alargada de produtos chineses, com o objectivo de reduzir e/ou de anular as vantagens competitivas das exportações da China.

Esta actuação tem vindo a enfraquecer a organização institucional e regulamentar “multilateral” que, desde meados do século passado – foi criada depois da II Grande Guerra, em grande parte por impulso dos EUA – tem enquadrado e favorecido a expansão do comércio mundial e o próprio movimento de globalização.

É neste contexto que importa ter presente que apesar do peso conjunto das economias que integram o Mercado Único no contexto da economia mundial – em particular face às economias norte-americana e chinesa – a fragmentação persistente das economias do euro e os seus bloqueamentos têm enfraquecido a capacidade da União Europeia para influenciar de forma visível os conflitos que têm vindo a marcar as relações entre as duas mega economias dominantes.

### “Brexit”

Por outro lado, a decisão inglesa de sair da União Europeia tem um impacto potencial global de enorme importância sobre a imagem e a credibilidade do projecto de integração da Europa

Embora seja necessário aguardar por um eventual Acordo – ainda em negociação – para avaliar com objectividade o impacto final da saída do Reino Unido, é evidente que esta vai fazer-se sentir, tanto a nível económico, como financeiro e mesmo político. O próprio peso e o papel da União Europeia a nível geoestratégico saem enfraquecidos pelo abandono do Reino Unido.

De um ponto de vista político, o impacto do “Brexit” faz-se sentir a dois níveis distintos:

- Por um lado, ganha protagonismo e uma importância política acrescida o “eixo Paris/Berlim”, agora sem o contrapeso das tradicionais posições liberais do Reino Unido. Questão que, como veremos adiante, assume uma importância particular no actual contexto de pandemia, em que está a aumentar o peso das políticas públicas, com reflexos inevitáveis sobre a intervenção dos Estados na economia;

- Por outro, a saída do reino Unido não deixa de criar um precedente – embora de uma economia que não aderiu á Moeda Única – que pode vir a fortalecer as forças políticas que na Europa se opõem ao avanço do movimento de integração económico/financeira e, nalguns casos, mesmo ao próprio euro.

É deste modo sobre uma Europa do euro a braços com dificuldades e bloqueamentos persistentes que – a partir do primeiro trimestre de 2019 – se vão abater as pressões da pandemia

A natureza e as implicações sem precedentes desta estão a colocar a União Europeia numa verdadeira encruzilhada: ou toma decisões e avança com soluções que até aqui se tem mesmo recusado a considerar ou corre o risco efectivo de se fragmentar e de implodir.

### 3.2 O impacto da pandemia sobre as economias do euro, no contexto da economia mundial.

O choque da pandemia sobre as economias do euro não tem paralelo – em intensidade e nos seus efeitos – com nenhuma das crises até aqui enfrentadas pela União Europeia.

Sem aviso prévio, forçou medidas de quarentena e de confinamento social que paralisaram muitos sectores de actividade económica e reduziram substancialmente a actividade económica global.

De forma transversal á União Europeia, provocou um choque simétrico que levou à ruptura de cadeias de produção e á paragem de múltiplos sectores, com particular incidência nos serviços – turismo, hotelaria, restauração e transportes foram atingidos com grande intensidade.

Tratando-se de uma pandemia planetária, os seus efeitos fizeram-se sentir a dois níveis:

- A **nível internacional**, levaram á ruptura de cadeias de produção, bem como á interrupção ou á redução dos fluxos comerciais, com um forte impacto negativo sobre a generalidade das exportações e sobre os mercados da energia e das matérias-primas;
- A **nível interno**, provocou uma crise sanitária aguda, acompanhada pela paralisação ou pela redução da actividade na generalidade dos sectores.

Como resultado, muitas empresas cessaram a sua actividade, colocando em risco um número crescente de postos de trabalho.

A amplitude e a intensidade do impacto – económico, financeiro e social - da pandemia sobre as diferentes economias está a forçar os respectivos Governos a responder a três tipos distintos de problemas:

- **À crise sanitária e de saúde pública provocada pela pandemia;**
- **À necessidade de proteger o tecido produtivo existente**, de modo a evitar a destruição de capacidade produtiva e de emprego;
- **À urgência em elaborar programas de relançamento da economia e de reabsorção de emprego**, colocado em risco pela redução forçada da actividade de um número muito elevado de empresas.

Ao contrário do que aconteceu na crise financeira de 2007/8, a pandemia provocou um choque simétrico que se fez sentir de forma transversal sobre as economias da União Europeia e do euro.

No entanto, a diferente situação em que se encontram as economias do euro – em particular no que respeita ao nível de endividamento – faz com que a capacidade para responder aos múltiplos problemas colocados pela pandemia varie muito de economia para economia

As mais endividadas e menos competitivas, enfrentam esta crise com uma margem de manobra limitada quando comparada com a das economias credoras e excedentárias.

Em contrapartida, as economias excedentárias têm vindo a aprovar programas de apoio às empresas e de estímulo à procura interna de dimensão sem paralelo na história da União Europeia.

O caso mais notável é o da Alemanha que anunciou medidas dirigidas à preservação do tecido produtivo e ao relançamento da actividade económica que globalmente ultrapassam 30% do seu PIB.

Ao mesmo tempo, as dificuldades para “por de pé” programas europeus dirigidos à absorção dos choques provocados pela pandemia e ao apoio ao relançamento das economias, fez de novo pairar – num primeiro momento - sobre a União Europeia e, em particular sobre a Zona Euro, o espectro da fragmentação e da desagregação.

Foi uma vez mais a intervenção rápida do BCE – com um programa maciço de operações de “Quantitative Easing” (QE) – que, tal como na crise financeira de 2007/8, manteve a estabilidade dos mercados e “deu tempo”, à Comissão e aos Governos, para acordar uma resposta política.

### 3.3 As respostas para os bloqueamentos actuais

#### As questões em aberto

Na crise financeira de 2007/8 as políticas de austeridade, articuladas com a acção do BCE e com o lançamento da União Bancária, permitiram estabilizar os mercados e evitar situações de “default” por parte das economias devedoras mais frágeis do euro.

No entanto, permaneceram por resolver bloqueamentos e questões críticas, tais como:

- Elevados níveis de dívida, sobretudo nas economias deficitárias periféricas;
- Uma evolução desfavorável da produtividade e do crescimento económico em particular nas economias periféricas;
- Efeitos perversos crescentes, a par de uma eficácia marginal decrescente da política monetária única conduzida pelo BCE;
- Por último, agravamento dos níveis de fragmentação entre as diferentes economias do euro que a crise financeira de 2007/8 havia já acentuado

Foi assim sobre uma União Europeia ainda enfraquecida pela crise financeira que se fez sentir o choque da pandemia.

**Choque que, por outro lado, provocou a aceleração das transformações que se estavam já a verificar, tanto a nível mundial como da União Europeia e da Zona Euro. Nesta, a pandemia provocou um choque simétrico sem precedentes – em intensidade e em amplitude – com múltiplas implicações de grande complexidade e risco:**

- Levou à paralisação e/ou redução da actividade económica;
- Provocou uma ruptura de cadeias de produção no interior do Mercado Único;
- Está na origem de uma pressão sobre a despesa e sobre os déficits públicos o que, por sua vez, está a levar ao agravamento do já elevado nível de endividamento;
- Apresenta um forte impacto sobre os Grupos Sociais mais vulneráveis;
- Para além disso, apresenta um risco de destruição estrutural de capacidade produtiva e de emprego.

Este choque levou a respostas por parte dos Governos que forçaram a mobilização de volumes crescentes de recursos. No entanto, como se viu atrás, a resposta das diferentes economias tem sido assimétrica, como reflexo directo das distintas margens de actuação das políticas públicas nas diferentes economias do euro.

### Actuação da Comissão Europeia

Dado o risco crescente de fragmentação e de implosão da União Europeia provocado pelo choque súbito da pandemia, a Comissão Europeia lançou uma resposta em dois tempos:

Num primeiro momento, suspendeu o enquadramento regulamentar que suporta a sua acção de controle e coordenação, em particular, as regras de Política Orçamental e de Política da Concorrência. O objectivo desta decisão foi permitir às diferentes economias da União Europeia lançar, sem constrangimentos regulamentares, programas dirigidos ao combate à pandemia. Ao fazê-lo, abriu caminho para as respostas assimétricas que referimos;

A seguir e com o apoio do “eixo franco/alemão”, desenhou uma proposta com um programa de apoios financeiros, formado por subsídios e por empréstimos concedidos em condições favoráveis de prazo e de taxas de juro

Para financiar este programa, a Comissão propôs a emissão de Dívida Europeia e a adopção de alguns impostos transeuropeus, a lançar sobre megaempresas tecnológicas.

Deste modo, a Comissão Europeia, para além de procurar apoiar as economias a braços com a situação de emergência criada pela pandemia, propõe-se induzir um movimento de reorientação do modelo europeu de crescimento e desenvolvimento económicos. Com esse objectivo, a Comissão elegeu como sectores estratégicos, a privilegiar no âmbito do Programa, a **reconversão energética, a inovação tecnológica e sectores “high-tec”, a economia verde e a economia circular**. Procura assim responder, simultaneamente, tanto aos bloqueamentos internos á mudança – que na generalidade das economias do euro continuam a travar os aumentos de eficiência e de produtividade – como aos desafios que estão a ser colocados à Europa por um contexto mundial em mudança rápida

Estas propostas da Comissão Europeia – embora os montantes envolvidos sejam relativamente modestos, face á amplitude dos problemas a que procuram responder e ao número de economias envolvidas – revestem-se de inegável económica e política importância e com um impacto potencial significativo.

Na verdade, a sua aprovação contribui para fortalecer a imagem de credibilidade do projecto de integração europeia perante os mercados, os investidores e a própria opinião pública europeia. Questões que hoje assumem uma importância crítica, sobretudo depois da erosão da confiança que resultou da ausência de solidariedade que claramente marcou a resposta á crise financeira de 2007/8.

Para além disso, com as suas propostas a Comissão Europeia abriu uma “janela de oportunidade” para as economias mais frágeis e endividadas lançarem programas de reforma, de reorganização e de modernização

dos seus aparelhos produtivos e dos sistemas burocrático/administrativos e jurídicos que enquadram a actividade económica interna.

Neste contexto, as propostas da Comissão - a serem aprovadas - podem significar um passo importante, tanto no caminho do desenvolvimento de um mercado de capitais transeuropeu, como no de uma maior harmonização fiscal – **quando se propõem emitir Dívida com características de Dívida Europeia e lançar um imposto(s) transeuropeu(s).**

O apoio explícito do **“eixo franco/alemão”** às propostas da Comissão tem, por sua vez, inegáveis implicações políticas, em particular a posição alemã que parece reflectir um maior compromisso deste País para com o projecto europeu, posição que a sua resposta á crise financeira tinha levado a colocar em dúvida.

### **A posição da Alemanha**

No entanto, permanecem por responder questões e incertezas quanto às implicações futuras da posição alemã que importa ter em conta, dado o peso económico e político deste País.

Estamos na verdade perante uma alteração de fundo da posição da Alemanha em relação ao avanço do movimento de integração europeia ou, pelo contrário, estamos apenas perante uma mera mudança táctica e conjuntural, decidida numa situação de emergência para evitar o colapso do euro – **questão crítica para a economia alemã, na medida em que a sua competitividade externa depende fortemente da Moeda Única.**

Mas, para além disso, está a Alemanha a mover-se no sentido da flexibilização ou mesmo do abandono dos princípios de ortodoxia económica liberal – “ordoliberalismo” – que têm marcado as suas políticas públicas e as posições que tradicionalmente tem defendido a nível europeu?

É neste contexto que assume importância crítica a posição da mais poderosa economia do euro – a da Alemanha – em relação ao futuro da União Europeia.

Vai a travagem do movimento de globalização – que a pandemia veio acelerar – contribuir para uma recenragem da economia alemã em relação ao Mercado Único? Corresponde a posição da Alemanha em relação á proposta da Comissão uma mudança duradoura relativamente ao projecto de integração da Europa? Vai a Alemanha, face às incertezas sobre futuras condições de acesso a alguns dos seus mais importantes mercados comerciais – caso do mercado do Reino Unido devido ao “Brexit” e do mercado chinês devido ao impacto potencial do futuro posicionamento geoestratégico e económico da China – procurar reorientar o seu potencial exportador para o Mercado Único? A ser assim, vai estar mais interessada em apoiar o avanço do processo de integração financeira dos mercados do euro?

**Trata-se de uma questão central que irá pesar na evolução do projecto europeu, dadas as suas implicações sobre questões críticas, tais como: o papel do BCE, a Política de Concorrência e as “ajudas de Estado”, a articulação entre as Políticas Fiscais e a Política Monetária, para além do movimento de reorganização dos mercados financeiros do euro**

Questões a retomar a seguir.

## As respostas da União Europeia aos riscos actuais

As respostas a dar aos estrangulamentos e aos riscos que hoje ameaçam o movimento de integração da Europa devem ser procuradas tendo presente os “grandes projectos” que até aqui nortearam e condicionaram a sua evolução desde o seu lançamento:

- Implantação do Mercado Único
- Privatização de activos públicos, como corolário de uma concepção liberal do papel do Estado na economia
- Política de Concorrência marcada por um controle estrito das “ajudas de Estado”, igualmente decorrente dos mesmos princípios liberais que marcaram correntes predominantes do pensamento económico
- Implantação de uma União Monetária com o lançamento de uma Moeda Única, seguida por uma União Bancária na sequência da crise financeira.

Estes projectos foram de facto desenhados e desenvolvidos sob o impulso de uma dupla influência: por um lado, de correntes liberais de organização e de funcionamento dos sistemas económicos e dos mercados; por outro, do movimento de globalização económica, financeira e tecnológica que sofreu uma forte aceleração nas últimas décadas, com a emergência da China como uma potência de primeira linha.

**A pandemia veio acelerar alterações deste contexto que a crise financeira já havia abalado e enfraquecido.**

Na verdade, as concepções liberais que haviam levado a um recuo da intervenção do Estado na economia e a uma política monetária preocupada sobretudo com o controle da massa monetária – na linha das Escolas Monetaristas, para quem a inflação é essencialmente um fenómeno monetário – foram postas em causa de forma crescente, primeiro pelos efeitos económicos, financeiros, sociais e políticos da crise financeira, depois pelos da pandemia.

Os Governos estão agora a ser forçados a lançar programas de apoio transversal á actividade económica, enquanto os Bancos Centrais estão a financiar directamente os Estados e nalguns casos estão mesmo a monetizar os próprios déficits públicos, numa negação flagrante dos princípios estatutários que nortearam a sua acção nas últimas décadas – caso da Reserva Federal dos EUA, do Banco do Japão, do Banco de Inglaterra e do próprio BCE, embora neste caso através do Mercado Secundário.

## Papel do Estado versus o mercado e ajustamento da missão estatutária do BCE

### Missão estatutária do BCE

Qual o impacto que estas alterações vão ter sobre o quadro institucional e jurídico/regulamentar da União Europeia e, em particular, da Zona Euro?

Como vai responder a Europa do euro às pressões crescentes que está a ter de absorver, devido aos bloqueamentos estruturais, aos desequilíbrios internos e às mudanças globais do contexto económico e financeiro mundial?

Vai a União Monetária ajustar o mandato do BCE, de modo a permitir uma mais eficiente articulação entre as Políticas Monetária e Fiscal, tendo por objectivo o crescimento económico e a criação de emprego, abandonando o âmbito estrito do actual mandato que coloca o controle dos preços como a sua missão estatutária central?

Na verdade, a complexidade da situação actual está a provocar alterações profundas no quadro em que os Bancos Centrais têm de conduzir a sua acção, com reflexos crescentes no seu mandato. Para além da adopção de técnicas de intervenção e de instrumentos não convencionais – como as operações de “Quantitative Easing” (QE) e as taxas de juro nominais negativas – os principais Bancos Centrais passaram a ter de se preocupar simultaneamente:

- Com o financiamento da economia;
- Com a estabilidade dos mercados;
- Com o crescimento e o emprego;
- Com o financiamento das iniciativas do Estado

Neste contexto, a missão estatutária do BCE consagrada nos Tratados de Maastrich que suportaram o lançamento da Moeda Única – a preservação da estabilidade dos preços e o controle das pressões inflacionistas – já não responde às necessidades actuais das economias da Zona Euro

A própria actuação do BCE desde o lançamento da política monetária não convencional tem vindo a mover-se para áreas não integralmente cobertas pelo seu mandato estatutário, como é o caso das aquisições maciças de Obrigações de Dívida Pública. Embora estas operações sejam conduzidas no Mercado Secundário correspondem claramente a financiamento dos Sectores Públicos, á revelia das normas estatutárias.

Para além disso, os Estatutos dos Bancos Centrais devem favorecer – ou pelo menos não dificultar - uma articulação crescente entre a Política Monetária e a Política Fiscal/Orçamental.

Embora os Tratados actuais já admitam que o BCE se preocupe com as políticas globais conduzidas na União Europeia – por exemplo, o Artigo 3 do Tratado sobre a União Europeia refere que o BCE deve atender ao interesse em apoiar políticas dirigidas á prossecução do pleno emprego, á qualidade do ambiente, á coesão e á justiça social – a verdade é que estes objectivos são claramente secundarizados em relação ao objectivo central da prossecução da estabilidade dos preços. Objectivo estatutário que tem sido entendido como devendo constituir a sua principal preocupação.

Mesmo a decisão do BCE – com Mário Draghi – de adoptar as medidas não convencionais de política monetária que estabilizaram os mercados do euro, foi tomada em nome da necessidade de combater os riscos de deflaccão que ameaçavam a Zona Euro.

Acresce que a recente deliberação do Tribunal Constitucional alemão veio mostrar que a actuação do BCE se tem vindo a realizar nas fronteiras do seu mandato estatutário, sendo necessário proceder à sua clarificação, de modo a afastar dúvidas sobre a sua sustentabilidade e a responder com um mínimo de eficácia aos riscos e desafios actuais

Reveste-se ainda de grande importância que o BCE desenvolva a sua acção tendo presente o interesse em reorganizar os mercados financeiros do euro, favorecendo, em particular, o desenvolvimento de mercados de capitais transeuropeus, questão que será retomada á frente.

## ○ Estado e a economia

É neste quadro que assume importância a clarificação das áreas da actividade económica onde o Estado deve estar presente e/ou intervir e aquelas que devem ser deixadas ao papel regulador dos mercados e á acção da iniciativa privada



Trata-se de uma questão crítica, na medida em que até aqui se pretendia – na linha das concepções liberais anteriormente referidas - que o Estado fosse sobretudo – para além das Funções de Soberania – um Regulador preocupado com a organização e o funcionamento dos mercados. Concepções que levaram a União Monetária a adoptar uma Política da Concorrência muito rígida, sem atender às mudanças profundas que se estavam a verificar na economia mundial e ao aparecimento de megaempresas e grupos económicos não europeus, nalguns casos protegidos pelos Governos de origem

Agora que a generalidade dos Estados estão a voltar a intervir pesadamente na economia vai a Europa do euro continuar a travar o movimento que pode conduzir ao aparecimento “campeões económicos europeus” capazes de concorrer com os “gigantes” chineses e norteamericanos?

O contexto em que o Tratado de Maastrich foi adoptado e de onde decorreu o quadro institucional e jurídico/regulamentar que enquadrou o lançamento do euro está, assim, a alterar-se de forma rápida e profunda.

Daqui decorre para a União europeia e em especial para a Zona Euro, uma questão central:

**“Quais os avanços no movimento de integração que são possíveis no quadro dos Tratados actuais e quais os que pressupõem mudanças e ajustamentos nos textos fundamentais da União Europeia?”**

Questão que, como se viu, ganha importância particular em relação a duas questões centrais:

- A que se refere á Missão Estatutária do BCE, já abordada;
- A que, por outro lado, se prende com a necessidade de assegurar uma harmonização crescente entre a fiscalidade das diferentes economias, a caminho de uma União Fiscal. Questão que se apresenta com implicações políticas e económicas de grande complexidade e dificuldade.

O futuro do ambicioso projecto de integração da Europa vai assim depender das respostas que encontrar para um conjunto de questões que permanecem em aberto:

- **Políticas Orçamentais e de Concorrência**

Assumem particular importância, as respostas que a União Europeia encontrar para o nível de condicionalidade até aqui imposta á condução das Políticas Orçamentais, bem como para o quadro em que são avaliadas as “ajudas de Estado” no âmbito da Política de Concorrência

Como já se referiu anteriormente, a questão das “ajudas de Estado”, assume, em particular, uma importância crítica para o futuro do capitalismo europeu, face ao interesse em desenvolver na Europa centros e polos de investigação e de produção capazes de concorrer a nível planetário – os chamados “Campeões Europeus”;

- **Reorganização do modelo de “Governance” da União Europeia**

Outra questão que tem vindo a assumir uma importância crescente prende-se com o modelo de “Governance” estabelecido pelos Tratados fundadores. A regra da unanimidade tem vindo a criar dificuldades crescentes, em particular sempre que se trata de reagir a situações que ameaçam a estabilidade da própria União Europeia e nalguns casos mesmo do euro. A situação originada pela pandemia mostrou como um número reduzido de pequenos países podem - por razões ideológicas ou por mera estratégia política interna - manter refém toda a União Europeia, apesar da natureza e da dimensão do choque simétrico que, sem aviso prévio, se abateu sobre toda a União Europeia

Neste contexto e de modo a aumentar a eficiência da solução actual de “Governance” e de evitar que, mesmo em situações de emergência como a que estamos a atravessar, pequenos Países possam bloquear decisões cruciais para a preservação e para o avanço da União. Questões que envolvem as principais ins-

tituições europeias – Parlamento Europeu, Comissão Europeia, Governos Nacionais/Conselho Europeu e o próprio BCE;

- **Implantação de mecanismos e de instrumentos de intervenção**

Trata-se de tornar operacionais mecanismos que permitam prevenir e/ou responder a situações de crise que resultem de choques internos ou exógenos à União Europeia. Questão a abordar á frente.

- **Avanço global ou selectivo**

Outra questão central decorre do modo como as economias do euro vão avançar quando se tratar de dar novos passos no caminho da integração europeia. Vai a Europa do euro avançar no movimento de integração de forma global – incluindo nesse movimento todas as economias que hoje integram a Zona Euro – ou, pelo contrário, vai seguir uma “via selectiva” de acordo com uma condicionalidade mais ou menos alargada? Neste caso, quais os critérios e qual a condicionalidade que vão determinar as economias que poderão avançar?

Trata-se de uma via que, a ser seguida, corresponderia a criar dois euros – um “euro forte” e um “euro fraco” – com implicações de grande complexidade para o núcleo de economias “deixadas para trás”.

Considero mesmo que uma eventual evolução da Europa a “duas velocidades” ou sob alguma forma de “geometria variável”, seria susceptível de criar problemas técnico/operacionais de difícil solução ou mesmo insolúveis para a condução da Política Monetária Única. Pelo menos tal como esta tem sido executada pelo BCE desde o lançamento do euro.

Na verdade, a existência de duas áreas monetárias, mesmo que não formal: uma correspondendo ao conjunto de economias com um “euro forte”, integrado pelas economias mais competitivas e o outro pelas economias mais frágeis e menos eficientes, acentuaria as pressões que têm estado na origem da fragmentação da União Europeia, aumentando os riscos de desagregação e de implosão da Zona Euro.

Compreende-se a relevância desta questão se tivermos presente que a partir da situação actual – já descrita – os avanços do movimento de integração vão depender de decisões sobre questões como a condicionalidade das políticas orçamentais, a integração dos mercados bancários e de capitais, a consolidação da União Bancária e a implantação de um mecanismo de estabilização macroeconómica. Avanços que, por sua vez, pressupõem decisões sobre partilha e a mutualização de responsabilidades e riscos que a Alemanha e a generalidade das economias excedentárias têm recusado face aos problemas, desequilíbrios e bloqueamentos com que as economias devedoras se debatem. Contexto em que as “tentativas” para avançar “a várias velocidades” serão grandes.

De notar que existem precedentes em relação a um modelo de progressão a “várias velocidades”. Para o compreender basta ter presente a forma como o euro foi lançado, quando algumas economias – caso da nossa, da espanhola e da grega – incapazes de cumprir integralmente os critérios estabelecidos ficaram “de fora”, tendo aderido à União monetária em data posterior. No entanto a situação actual é estruturalmente diferente e de maior complexidade devido á existência de uma Moeda Única.

**No contexto actual, as respostas que a Europa vier a encontrar para estas questões irão pesar fortemente no futuro do movimento de integração e no papel destinado às economias mais periféricas e menos competitivas**

No que segue, deixa-se de lado a questão de uma eventual revisão dos Tratados e abordam-se os ajustamentos mínimos da arquitectura institucional do euro, de modo a, simultaneamente:

- Proceder ao relançamento do crescimento das economias do euro, e colocar de novo as economias menos competitivas num movimento sustentado de convergência com as economias mais maduras e

mais desenvolvidas e a aumentar o crescimento potencial a produtividade e a competitividade globais da Zona Euro;

- Tornar a Zona Euro e os seus mercados financeiros mais resistentes a choques sistémicos - simétricos ou não –bem como a pressões recessivas.

O que pressupõe que a Europa do euro implante mecanismos e instrumentos que permitam apoiar as economias mais vulneráveis em situações de crise ou instabilidade e deste modo aumentar a capacidade de absorção de choques da Zona Euro.

A resposta da União Europeia aos desafios actuais passa assim necessariamente pela implantação de uma arquitectura institucional e jurídico/regulamentar que permita assegurar um equilíbrio entre princípios fundamentais – **“Solidariedade, Responsabilidade e Soberania”**. Princípios que estão presentes sempre que estão em causa decisões sobre questões centrais da “vida” e do futuro do projecto de integração da Europa

Para além do impulso que as propostas da Comissão Europeia possam dar nesse sentido – a ser aprovadas e operacionalizadas – a consolidação do euro e o crescimento económico dependem fortemente do avanço do processo de integração financeira dos mercados da Moeda Única. Para tal é, em particular, necessário:

- Completar o edifício institucional e jurídico/regulamentar que enquadra a União Monetária;
- Operacionalizar os Fundos de que dependem a consolidação da União Bancária e uma maior integração dos mercados bancários;
- Avançar na criação e no desenvolvimento de mercados de capitais transeuropeus – o que permitirá caminhar gradualmente para uma União Financeira, formada por uma União Monetária, por uma União Bancária e por uma União de Capitais
- Uma arquitectura para enquadrar o movimento de integração global dos mercados financeiros do euro.

O avanço do processo de integração financeira dos mercados do euro pressupõe assim um ajustamento, tanto da sua arquitectura institucional, como do quadro jurídico/regulamentar actuais. Apresenta-se, de forma esquemática, o que poderia vir a ser tal arquitectura:

- **União Financeira**, constituída:
  - Por uma União Monetária, com a *Moeda Única (Euro) e uma Política Monetária Única, conduzida pelo BCE e pelo Sistema Europeu de Bancos Centrais -*
  - Por uma União Bancária, com *Supervisão Única – (SSM) Sistema de Garantia de Depósitos – (EDIS) Mecanismo de Resolução de Bancos*
  - Por uma União de Capitais com *Supervisão Global Única*
- **Um Mecanismo de Estabilização Macroeconómica**
- **Uma arquitectura Institucional para a Zona Euro**
  - Por uma União Financeira suportada por uma Arquitectura Institucional integrada por: *BCE e o SEBC – Condução da Política monetária Única SSM – Supervisão Única SRM – Mecanismo de Resolução EDIS – Sistema Comum de Garantia de Depósitos Fundos*

Fundo Comum de Resolução  
 Fundo Comum de Garantia de Depósitos  
*Supervisão Única dos mercados de Capitais:*  
 “Harmonização dos Sistemas de Supervisão  
 Nacionais e dos quadros regulamentares e fiscais”  
*Mecanismo de Estabilização Macroeconómica.*

Pela importância de que se revestem, deixam-se algumas observações adicionais sobre duas questões: o desenvolvimento de mercados de capitais integrados a nível da Zona Euro e a operacionalização de um Mecanismo de Estabilização Macroeconómica.

## Mercado de capitais integrado a nível transeuropeu – Zona Euro.

Como vimos na primeira parte deste texto, os objectivos centrais de uma reorganização dos Mercados Financeiros da Zona Euro são múltiplos:

- Diversificar as fontes e os instrumentos de financiamento, de modo a melhorar as condições de financiamento da actividade económica, em particular das PME's que formam a “espinha dorsal” das economias da Zona Euro;
- Induzir por esta via um processo de modernização do tecido produtivo, favorecendo o financiamento do investimento e da inovação tecnológica;
- Tornar o Sistema Financeiro europeu mais resistente, aumentando a sua capacidade para, por um lado, absorver choques e reduzir os riscos de novas crises bancárias e, por outro, reduzir a velocidade de propagação de choques sistémicos, através do aumento do peso dos mercados de capitais no financiamento global;
- Tornar mais eficiente o mecanismo de transmissão dos impulsos da Política Monetária Única que actualmente se propagam através dos mercados bancários que permanecem muito fragmentados desde a crise financeira de 2007/8.;
- Por último, criar condições para que os mercados financeiros do euro se integrem nos mercados mundiais, tanto através dos mercados bancários como dos mercados de capitais. No contexto actual esta integração é em grande parte assegurada pelos megabancos de investimento de origem norte-americana que mantêm uma posição quase hegemónica nos mercados de capitais mundiais.

O desenvolvimento de mercados integrados de capitais a nível da Zona Euro e a criação de uma União de Capitais depende, por sua vez, da implantação de uma infraestrutura institucional, jurídico/regulamentar e operacional eficiente e competitiva a nível mundial, de que se destacam alguns elementos essenciais:

- **Infraestrutura** - Para desenvolver um Mercado de Capitais na Zona Euro é necessário implantar uma infraestrutura tecnológica global e um quadro jurídico/regulamentar competitivos com os principais mercados mundiais.
- No que se refere à infraestrutura **tecnológica e operacional**, trata-se de dotar os mercados de capitais do euro com soluções técnico-operacionais capazes de operar de forma integrada e competitiva a nível transeuropeu;
- **Sistema de Supervisão** - Este pode começar por uma articulação entre as Supervisões Nacionais e evoluir para uma Supervisão Única que espelhe a experiência acumulada pelo Sistema de Supervisão Única implantado no contexto da União Bancária.
- **Regime fiscal** - Aplicável às operações a conduzir nos mercados de capitais competitivo com as soluções vigentes nos mercados mundiais mais desenvolvidos.

## Segmentos estratégicos do Mercado de Capitais

Considera-se que o desenvolvimento do mercado integrado de capitais deveria ser iniciado por dois segmentos de importância estratégica: por um mercado integrado das Dívidas Soberanas e por um **mercado integrado especializado no financiamento de PMEs**.

A emissão por parte da Comissão Europeia de dívida para financiar o seu programa de apoio pode vir a representar um passo importante para a formação de um mercado das Dívidas Soberanas. Na verdade – a concretizar-se a proposta da Comissão Europeia – corresponderá à emissão de um Activo Europeu sem Risco – “**European Safe Asset**” – em torno do qual se poderá desenvolver um mercado transeuropeu de Dívida Soberana.

## Rede de operadores e de intermediários

A criação das infraestruturas institucionais, jurídico/regulamentares e operacionais, a par de um enquadramento fiscal competitivo, criarão condições propícias ao aparecimento de uma rede de intermediários especializados – **Bancos e Fundos, a par de Brokers e Dealers para além de outros intermediários especializados** – bem como de aforradores e de investidores interessados no mercado de capitais: **Fundos de Pensões, Fundos Soberanos, Seguradoras, aforradores/investidores familiares e individuais**.

As condições de remuneração da poupança actualmente prevalecentes nos mercados bancários – com taxas de remuneração dos depósitos a níveis reais próximos do zero e nalguns casos mesmo negativos – criam um contexto particularmente favorável ao afluxo de poupanças a um **mercado de capitais credível, bem organizado, suficientemente líquido e com uma supervisão eficiente e credível**.

Deste modo, a Europa do euro seria dotada de mercados de capitais capazes de competir com os mercados financeiros mundiais mais desenvolvidos, com um impacto muito favorável sobre o financiamento global das economias do euro. Para além de reduzir os riscos sistémicos representados por mercados bancários hiperdesenvolvidos e tradicionalmente muito expostos ao risco soberano.

Como foi já referido, a implantação de mercados de capitais na Zona Euro permitiria ainda ao BCE conduzir uma Política Monetária mais eficaz, na medida em que a propagação dos efeitos desta deixaria de estar dependente – como hoje – da situação dos mercados bancários.

## Operacionalização de um Mecanismo de Estabilização Macroeconómica para a Zona Euro.

O programa de apoio proposto pela Comissão Europeia não substitui nem faz desaparecer a necessidade de dotar a União Europeia e em particular a Zona Euro, com um mecanismo de estabilização macroeconómica.

Trata-se de institucionalizar na Europa do euro um mecanismo capaz de:

- Actuar como um instrumento anticíclico, em estreita articulação com as políticas fiscal e monetária, disponibilizando recursos – em condições a estabelecer estatutariamente – às economias afectadas por choques e desequilíbrios;
- Apoiar o relançamento do movimento de convergência das economias mais frágeis, de modo a combater a perigosa fragmentação actual.

## Principais objectivos estatutários deste Fundo:

Actuar em situações de crise motivadas por choques sistémicos – simétricos ou não – e/ou em situações de risco de recessão ou de depressão.

Apoiar programas dirigidos á modernização e á convergência económica das diferentes economias do euro  
Conceder empréstimos de emergência, destinados a apoiar programas de reformas e de reorganização estrutural das economias.

Financiar – em articulação com outras instituições europeias, como a Comissão, o BEI e os próprios Governos Nacionais – programas de investimento comuns, em infraestruturas, energia, telecomunicações, inovação tecnológica, ambiente, etc.

## Fontes de financiamento

Sobretudo quotas e contribuições nacionais, bem como a emissão de dívida nos mercados financeiros do euro.

O precedente aberto pala Comissão Europeia, com a recente proposta de emissão de Dívida, é um caminho que pode vir a ser seguido por este Fundo que ao emitir nos mercados financeiros do euro contribuiria para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Para além dos objectivos indicados, a operacionalização deste Fundo daria um forte contributo á consolidação da imagem de credibilidade da Europa do euro, quer perante os mercados, quer da própria opinião pública europeia, com reflexos políticos favoráveis ao avanço do próprio projecto europeu

Trata-se de uma questão crítica no pós-pandemia, na medida em que as economias mais frágeis do euro vão sair da crise actual mais enfraquecidas o que irá acentuar o grau de fragmentação da Zona Euro com implicações de grande complexidade e risco

Na ausência deste mecanismo, estas economias vão ficar ainda mais dependentes da Política Monetária e da actuação do BCE que até aqui tem está suportado as condições que lhes permitem financiar-se em condições favoráveis  
Como resultado ficariam mais vulneráveis a oscilações dos mercados financeiros ao mesmo tempo que estreitava a margem de manobra do BCE e da capacidade deste de conduzir uma Política Monetária autónoma.

A prazo esta actuação do BCE ficaria comprometida á medida que os efeitos perversos da sua actuação se tornem mais intensos e a conjuntura económica da Zona Euro caminhe para a normalização

## II. O FINANCIAMENTO NA ECONOMIA PORTUGUESA

### 1. Financiamento e estrutura produtiva – algumas referências

Uma avaliação do financiamento da actividade económica deve ser feita numa dupla perspectiva:

- Por um lado, deve ser avaliada a origem e o volume dos recursos financeiros disponíveis para alimentar os fluxos necessários ao financiamento da Procura Global – tanto para investimento, como para consumo. Trata-se, neste caso, de avaliar o nível da poupança interna – por parte do Estado, das empresas e das famílias – o investimento externo, sobretudo o investimento directo estrangeiro (IDE), devido à sua importância estratégica, bem como o peso do serviço líquido da dívida externa em relação, quer às necessidades globais de financiamento, quer ao potencial de crescimento da economia.
- Por outro, o funcionamento e a organização institucional dos mecanismos de intermediação financeira implantados na economia. Trata-se, neste caso, de avaliar os mercados financeiros internos – bem como as vias utilizadas pelos intermediários financeiros para canalizar os recursos financeiros disponíveis para os agentes económicos que os procuram – consumidores, produtores e/ou investidores.

Um sistema de intermediação financeira eficiente, equilibrado e resistente a choques, é hoje integrado por uma rede de intermediários financeiros que tanto assumem risco próprio que acumulam nos seus balanços – caso dos Bancos Comerciais – como operam em nome e por conta e risco de terceiros – como, por via de regra, é o caso dos que operam nos mercados de capitais.

Estão, por outro lado, a assumir importância crescente intermediários de natureza híbrida que tanto operam por conta própria, como por conta e risco de outros investidores e/ou aforradores. Caso dos fundos e outros operadores especializados – conhecidos pela designação de “shadow banking” - que estão a beneficiar da convergência de dois tipos de factores: do recuo dos mercados bancários tradicionais, motivado pelas razões já indicadas e da rápida inovação tecnológica.

Alguns destes intermediários – em particular, fundos especializados em capital de risco e em participações no capital de empresas – estão a formar novos segmentos de mercado, especializados na intervenção directa no tecido produtivo. Veículos financeiros com capacidade para impulsionarem movimentos de redimensionamento, regeneração e reorganização de empresas que, embora economicamente viáveis, se debatem com estruturas financeiras desequilibradas e frágeis e/ou com dificuldades de posicionamento estratégico nos mercados de que dependem.

Numa economia a braços com bloqueamentos que travam a sua competitividade, a contribuição de mercados financeiros eficientes pode, assim, assumir uma importância crítica. Na verdade, através dos instrumentos que utiliza e das soluções que oferece, um sistema financeiro pode proporcionar um contributo único para a modernização e para o desenvolvimento do tecido produtivo, bem como para a implantação de uma adequada cultura de risco por parte dos investidores e dos aforradores.

É neste contexto que devem ser avaliados os mecanismos de intermediação financeira existentes na nossa economia e, em particular, o modo como respondem – ou não – à procura de financiamento pelos diferentes tipos de agentes económicos

Como se verá adiante, no nosso caso – em que o financiamento da actividade económica é assegurado pelo

mercado bancário - a intermediação financeira enraizada na economia tem, pelo contrário, contribuído para a reprodução de um tecido produtivo atomizado, pouco eficiente e financeiramente vulnerável. Para o compreender, é apenas necessário ter presente a evolução da nossa economia na década que se seguiu à adesão ao euro, período em que o Sistema Financeiro - através do mercado bancário - contribuiu para a implantação de um tecido produtivo pouco dinâmico e pouco competitivo.

O que pode de facto explicar que num período de abundância de financiamento – alimentado por uma dívida externa crescente – a nossa estrutura produtiva não tenha correspondido às oportunidades criadas por uma procura interna que cresceu e se diversificou e se tenha mesmo assistido a uma evolução desfavorável do investimento e da produtividade?

**Em particular, o que pode explicar que sectores produtores de transaccionáveis não tenham tirado partido de uma conjuntura favorável em termos de financiamento e de procura – interna e externa – para crescer e ganhar peso no nosso tecido produtivo?**

Para além de outros factores sem dúvida relevantes – como o impacto do euro, com a consequente perda do instrumento cambial que tradicionalmente permitia manter a competitividade externa através da desvalorização do escudo e bem assim a orientação imprimida às políticas públicas que favoreceu as infraestruturas e os bens não transaccionáveis – uma parte da explicação deve ser procurada na relação estabelecida entre a generalidade das PME e as suas fontes tradicionais de financiamento – o mercado do crédito bancário.

Na verdade, no final deste período quando a crise financeira se abateu sobre a nossa economia, o tecido produtivo apresentava-se formado por empresas de dimensão média muito reduzida pelos padrões europeus. Situação que, por via de regra, está associada a uma baixa qualidade média da gestão e a baixos níveis de produtividade o que, pelo menos em parte, explica as dificuldades que enfrentam quando procuram sair do mercado doméstico. Empresas que em paralelo se apresentam com estruturas financeiras frágeis, com um baixo nível de capitais e de fundos próprios e uma dependência excessiva da dívida bancária de curto prazo.

Estrutura produtiva que, no essencial, resulta da convergência de três tipos distintos de factores:

- **Uma cultura empresarial** que tradicionalmente tendia a favorecer a acumulação patrimonial familiar, em vez da capitalização da empresa;
- Um **regime fiscal** que sempre tratou melhor a dívida das empresas do que os seus capitais e fundos próprios;
- Por último, **uma oferta de financiamento** em que a dívida bancária de curto-prazo sempre foi predominante.

Como resultado, a convergência destes factores tendeu - tende ainda - a contribuir para a reprodução de uma estrutura atomizada, integrada por empresas de dimensão média reduzida e a que tradicionalmente sempre correspondeu uma cultura empresarial conservadora e incapaz de responder, em tempo útil, aos estímulos de um contexto doméstico e externo em mutação muito rápida.

Neste contexto, um movimento de reorganização do nosso Sistema Financeiro – com o objectivo de diversificar as fontes e os instrumentos de financiamento das empresas - assume uma importância central à luz de três tipos de preocupações:

- Contribuir para a modernização do nosso tecido produtivo, para uma melhoria da produtividade global e para um aumento do potencial de crescimento da economia;



- Acompanhar e participar no movimento de reorganização dos mercados financeiros do euro, referido na primeira parte deste texto;
- Por fim, contribuir para um aumento do nível de poupança interna, diversificando as oportunidades – os activos – de investimento oferecidas aos aforradores, na medida em que actualmente a poupança tende a concentrar-se no balanço dos bancos sob a forma de depósitos, com remunerações nominais próximas do zero ou, nalguns casos, mesmo negativas.

## 2. A situação do nosso Sistema Financeiro

### A crise financeira de 2007/8 e a resposta da Europa do euro – o Programa da “TROIKA”

#### Impacto do Programa sobre o Mercado Bancário

A crise financeira de 2007/8 esteve na origem de três choques distintos que se abateram sobre o nosso mercado bancário, atingindo fortemente a generalidade dos bancos, com efeitos que ainda hoje se fazem sentir:

- O **primeiro choque**, decorreu da crise das dívidas soberanas que – a partir 2010/11 - se estendeu á nossa economia, com o fecho dos mercados financeiros externos. Este, levou á suspensão ou ao cancelamento da generalidade das linhas e das facilidades de crédito mantidas pelos bancos portugueses o que, por sua vez, os forçou a recorrer de forma mais intensa a financiamentos junto do BCE. A decisão das Agências de Rating de procederem – pelas razões já indicadas atrás – a cortes sucessivos do “rating” atribuído á economia portuguesa agudizou as dificuldades de financiamento sentidas pelos bancos. Dificuldades intensificadas pelo crescente bloqueamento e fragmentação dos mercados interbancários do euro;
- O **segundo choque**, foi provocado pelo Programa de Austeridade imposto pela Europa, como condição de acesso a um programa de ajuda destinado a assegurar que a nossa economia não corria o risco de “default” perante os credores externos.

Para “superintender” a este programa, a Europa do euro criou um Grupo integrado por Técnicos da Comissão, do BCE e do FMI, que ficou conhecido como a “Troika”, que “desenhou” um programa assente em três vectores centrais:

- Um conjunto de reformas capazes – na óptica do Programa de Austeridade – de melhorar a competitividade da economia e de reorientar a oferta produtiva interna para produtos transaccionáveis.
- Reformas que tinham como um dos objectivos centrais a indução de uma desvalorização interna e, por esta via, um reequilíbrio externo – através, nomeadamente, de uma retracção das importações provocada pela queda da procura interna – a par de uma melhoria, quer da competitividade dos transaccionáveis, quer da atractividade em relação ao investimento externo;
- Um ajustamento rápido da situação orçamental, conseguido através de um aumento da carga fiscal e de cortes na despesa pública. Para o conseguir, o programa previu uma acção sobre as políticas fiscal e orçamental, de modo a trazer o déficit público para níveis considerados financiáveis em condições de mercado e, ao mesmo tempo, estabilizar o nível da Dívida Soberana. A sustentabilidade desta acção dependia, a prazo, da reforma do Estado;
- Por fim, um movimento igualmente rápido de redução do endividamento, com o objectivo de reduzir as necessidades de financiamento da economia. Movimento que teve um impacto transversal sobre toda a actividade económica – atingiu o Estado, as empresas e as famílias – e que foi impulsionado através da imposição aos bancos de um programa de desalavancagem, com um duplo objectivo:

- Manter sob controle o recurso destes ao financiamento junto do BCE que estava a aumentar de forma rápida;
- Reduzir as necessidades globais de liquidez do nosso Sistema Bancário que estava a braços com o fecho dos mercados interbancários e dos mercados financeiros internacionais o que, por sua vez, estava a dificultar de forma crescente o refinanciamento do próprio “stock” da dívida externa.

O impacto depressivo do programa fez-se sentir, tanto sobre a Procura Global – investimento e consumo – mas igualmente sobre a oferta interna que teve de absorver a redução súbita do financiamento.

Como resultado, o desemprego subiu com rapidez e instalou-se um clima depressivo, idêntico ao de outras economias da Zone Euro, igualmente forçadas a executar Programas de Ajustamento.

Mas, para além disso, a forte retracção do investimento teve um impacto estrutural de longo prazo que ainda se faz sentir, provocando a queda da produtividade e reduzindo o potencial de crescimento da economia.

Ao forçar um movimento rápido de desalavancagem dos bancos, o Programa teve assim um impacto muito complexo, tanto sobre a actividade económica, como sobre o próprio mercado do crédito bancário, para além de enfraquecer a generalidade dos bancos:

- Levou á redução do financiamento do sector imobiliário e de construção, com a aceleração da queda dos preços e um aumento rápido do desemprego nestes sectores;
- Induziu a travagem dos fluxos de crédito à generalidade das PME's, quer com reduções quantitativas, quer com o agravamento dos critérios de risco.

Verificou-se assim uma deterioração rápida do mercado de crédito, com os bancos a absorver nos seus balanços perdas que, por sua vez, induziram a destruição de volumes substanciais de capital bancário.

Embora a generalidade dos bancos tenha mantido os níveis regulamentares de solvabilidade – através do recurso aos fundos disponibilizados no âmbito do programa de ajustamento e de alguns aumentos de capital – a sua capacidade para garantir níveis adequados de financiamento à economia encontrou-se assim claramente debilitada;

Por último, o terceiro choque que os bancos têm vindo a absorver, decorre da densa rede regulamentar/prudencial criada desde a crise financeira e que tem vindo a impor mudanças estruturais na actividade bancária.

Em particular, os bancos tiveram de se adaptar a novas regras e regulamentos – decorrentes do Basileia III e do lançamento da União Bancária, forçando-os a uma recentragem do modelo de negócios e a um redimensionamento das suas estruturas e dispositivos operacionais.

Para responder a novas regras de solvabilidade e liquidez, num quadro em que tiveram – nalguns casos ainda têm – de absorver perdas e imparidades substanciais, a generalidade dos bancos “apertou” os seus critérios de risco e travou o crescimento das suas carteiras de crédito.

Em alternativa, procuraram aplicar a liquidez obtida a baixo custo junto do BCE em dívida de menor risco, adquirindo títulos de dívida soberana, enquanto estreitavam fortemente os critérios – prazos, custos e garantias - de concessão de crédito.

Esta evolução afectou de forma particular o segmento do mercado das PME, cujas carteiras de crédito foram utilizadas – particularmente em 2011/12, na sequência do lançamento do programa da “Troika” – como volantes de ajustamento dos volumes de crédito concedidos pelos bancos, dada a sua rápida rotação média.

O colapso do Grupo Espírito Santo e a intervenção no BES veio, neste contexto, agravar os problemas que afectavam o nosso mercado bancário, o que, por sua vez, contribuiu para travar o relançamento da economia.

**A retracção rápida dos fluxos de crédito bancário – num contexto em que o contributo do mercado de capitais era negligenciável – conduziu assim a uma situação de repressão financeira e á retracção da actividade económica.**

O movimento depressivo que se seguiu provocou perdas e menos-valias que enfraqueceram as condições de exploração dos bancos, bem como os respectivos níveis de solvabilidade

Como resultado, a generalidade dos bancos procurou recentrar os seus modelos de negócio, procurando, em simultâneo:

- Reforçar os seus níveis de capitalização e de solvabilidade  
Com esse objectivo, adoptaram critérios de risco mais restritos, tanto na avaliação do risco de crédito, como na obtenção de colaterais e de garantias e passaram a canalizar a sua liquidez para aplicações com menor custo de capital, caso da dívida soberana.
- Reduzir os custos operacionais, retraindo as suas redes de balcões e desenvolvendo novas fontes de proveitos com o objectivo de alterar a estrutura das suas margens financeiras.

Estes ajustamentos alteraram as condições de funcionamento do mercado de crédito bancário, com a redução dos fluxos líquidos de crédito, num contexto já de si marcado por uma retracção da procura global – consumo e investimento.

O novo crédito tendeu assim a concentrar-se num número relativamente restrito de empresas consideradas de melhor risco, com prejuízo de muitas PME que, embora economicamente viáveis, se encontravam a braços com estruturas financeiras enfraquecidas.

Dificuldades de financiamento que se agravam quando se trata de novos projectos de investimento e de inovação de que, a prazo, depende a modernização da nossa estrutura produtiva, a melhoria da competitividade e um crescimento sustentável.

### **Recentragem do modelo tradicional do negócio bancário**

Estas pressões têm vindo a forçar o abandono do modelo tradicional do negócio bancário, assente numa extensa rede de balcões muito especializada na captação de depósitos. Liquidez que canalizavam em grande parte para crédito ao imobiliário e para o financiamento de curto-prazo a empresas – sobretudo de PME.

Deste modo, as pressões convergentes da abundância de liquidez a um custo historicamente baixo, do denso quadro regulamentar com um elevado custo de implementação, tanto em capital, como em custos de implantação e de operacionalização, da queda abrupta das margens financeiras, do ambiente económico recessivo, da inovação tecnológica e da concorrência acrescida em alguns segmentos de negócio mais lucrativos, forçaram os bancos a reorientar os seus modelos tradicionais de negócio

Recentragem que tem vindo a passar por uma retracção das suas operações – com fecho de balcões e redução dos Departamentos

Centrais – por pesados investimentos em tecnologia e por uma concentração do negócio em segmentos de menor risco, de menor custo de capital e/ou de rentabilidade mais elevada. Em particular, Dívida Soberana, habitação e consumo.

Evolução que está a acentuar a preferência da generalidade dos bancos por operações de crédito a actividades e sectores que conhecem melhor – imobiliário/habitação, Dívida Pública e alguns segmentos do crédito ao consumo – com prejuízo do financiamento do investimento e da inovação, cruciais á modernização do tecido produtivo.

### **O impacto da pandemia sobre os Mercados Financeiros da Zona Euro – o choque pandémico como acelerador de mudanças**

Embora nos últimos anos a generalidade dos bancos tenha levado a cabo um esforço de recapitalização, de regeneração financeira, de redimensionamento e racionalização operacional, foi sobre um Sistema Bancário ainda frágil, a atravessar um difícil período de adaptação e de mudança que se fez sentir o impacto do choque repentino da pandemia.

Impacto cuja amplitude e severidade vai depender grandemente da duração final da pandemia e dos seus efeitos globais sobre a actividade económica, bem como dos programas de ajuda e de apoio à preservação do tecido produtivo instalado e dirigidos ao relançamento da actividade económica no pós-pandemia

A avaliação do impacto da pandemia sobre os Mercados Financeiros deve ser feita tendo presente dois tipos distintos de factores que caracterizam a intermediação financeira na Europa do euro:

- Por um lado, a intervenção da Política Monetária do BCE sobre as condições em que os mercados operam – em particular, no que se refere aos níveis de liquidez, às taxas de juro neles praticadas e às expectativas dos investidores;
- Por outro, o peso dos Mercados Bancários na intermediação financeira na Europa e a consequente hipertrofia dos Mercados de Capitais.

No que respeita à acção da Política Monetária e da Supervisão Única sobre os mercados e sobre os bancos, esta faz-se sentir a dois níveis:

- A **nível macroeconómico**, tem vindo a assegurar a estabilidade dos mercados financeiros e condições favoráveis de financiamento sobretudo dos Estados e das empresas emissoras de dívida elegível para as aquisições de activos financeiros por parte do BCE. Para além disso, a Política Monetária mantém as taxas de juro a níveis historicamente baixos, procurando reactivar a procura interna e combater as pressões depressivas;
- A **nível micro**, a acção da Política Monetária tem vindo a provocar a erosão das condições de exploração da generalidade dos bancos, reduzindo as suas margens financeiras e forçando um movimento de recentragem do modelo de negócio bancário

Efeitos que a acção da Supervisão Única tem amplificado desde a crise financeira, através da imposição de um denso quadro regulamentar e prudencial.

Em paralelo, a acção articulada do BCE e da Supervisão Única tem claramente procurado favorecer um movimento de concentração bancária na área do euro, com implicações e riscos que serão abordados á frente.

### Impacto da pandemia sobre os Mercados Bancários

Como reacção ao choque simétrico da pandemia sobre as economias da Zona Euro, o BCE reforçou o seu programa de QE, injectando liquidez adicional nos mercados de modo a preservar a sua estabilidade. Deste modo e ao contrário do que aconteceu aquando da crise das dívidas soberanas, na sequência da crise financeira de 2007/8, os mercados do euro absorveram o choque da pandemia sem rupturas do financiamento aos Estados e às empresas, mesmo nas economias mais frágeis.

No entanto, para além dos efeitos estabilizadores da acção do BCE, importa avaliar o impacto da pandemia sobre os bancos e sobre os mercados bancários – principais responsáveis pelo financiamento da actividade económica na Zona Euro.

Avaliação que deve ser feita numa dupla perspectiva:

- No imediato e como reflexo das medidas de combate à propagação da pandemia – em particular as que implicam o confinamento – os fluxos de crédito reduziram-se ao mesmo tempo que foram estabelecidos períodos de moratória para os devedores cujos rendimentos foram mais atingidos pelos efeitos da pandemia, tanto empresas como particulares e famílias. Ao mesmo tempo, a generalidade dos bancos tem vindo a reforçar as suas provisões, na expectativa do impacto negativo da deterioração da situação económica sobre o perfil de risco de muitos dos seus devedores;
- A prazo, as implicações do choque da pandemia sobre os bancos e sobre os mercados bancários são múltiplas e complexas, na medida em que a pandemia está a ter um efeito acelerador de mudanças que já estavam em marcha desde a crise financeira de 2007/8.

Na verdade, as pressões da pandemia, tanto sobre as condições de exploração dos bancos, como sobre os seus sistemas operacionais – caso das redes e dos canais de contacto com os clientes e com os mercados – vão acelerar mudanças em três áreas críticas: tecnologia, dimensão e modelo de negócio.

Um dos efeitos laterais da pandemia está, de facto, a traduzir-se na intensificação da utilização de canais digitais de contacto com os bancos por parte de um número cada vez mais alargado de clientes. Evolução que está por sua vez a induzir a implantação de novas soluções tecnológicas, ao mesmo tempo que se verifica um recuo na utilização das redes de balcões.

Esta reconfiguração das redes tradicionais dos bancos tem, em alguns casos, vindo a ser articulada com um movimento de consolidação – através de fusões e/ou aquisições – tanto a nível doméstico como europeu.

De notar que a contracção destas redes está a deixar regiões inteiras do País sem adequada cobertura de serviços bancários, o que acentua o seu isolamento e acelera a desertificação económica e mesmo demográfica.

Movimento que tem sido claramente favorecido pela orientação adoptada, tanto pelo BCE, como pela Supervisão Única que abertamente defendem haver um número excessivo de bancos nos mercados bancários do euro. Posição com implicações políticas inegáveis, sobretudo nas economias periféricas com sistemas bancários mais frágeis.

O choque da pandemia veio assim acelerar mudanças que estavam já em andamento, como resultado de pressões com origens distintas:

- Pressões decorrentes da densa rede regulamentar e prudencial adoptada desde a crise financeira. Na verdade, a actuação da Autoridade Única de Supervisão tem claramente vindo a favorecer um movimento de consolidação da banca a nível europeu;

- Pressões com origem numa evolução tecnológica muito rápida que está a ter um duplo impacto: por um lado, está a induzir o desenvolvimento de canais digitais; por outro, está a favorecer o aparecimento de intermediários e operadores especializados – “shadow banking” – em áreas dos mercados tradicionalmente controladas pelos bancos comerciais tradicionais

O choque pandémico veio, por sua vez, acelerar estas mudanças por duas vias distintas: por um lado, um número crescente de clientes bancários, tanto indivíduos, como empresas, intensificou fortemente a utilização de canais digitais no seu relacionamento com os bancos, por outro estes têm vindo a investir fortemente em soluções tecnológicas, com o duplo objectivo de responder à pressão dos novos operadores e de reduzir os custos de estrutura;

- Por último, pressões decorrentes que reflectem os efeitos da Política Monetária não convencional sobre as condições de exploração da generalidade dos Bancos, questão já anteriormente abordada;

Para além disso, os bancos vão ter ainda de absorver nos seus modelos de negócio uma concorrência acrescida, há medida que se intensificam os esforços para o desenvolvimento de Mercados de Capitais integrados a nível da Zona Euro. Esforços a que o Bréxit vai seguramente dar um impulso

### 3. O financiamento no pós-pandemia

#### A resposta das Políticas Públicas ao choque pandémico

Para além da resposta à crise sanitária – que está a exercer uma pressão crescente sobre o Sistema de Saúde – as Políticas Públicas estão a ser chamadas a responder a três tipos distintos de solicitações:

- Proteger o tecido produtivo instalado, ameaçado de forma crescente pelo arrastamento da pandemia que está a obrigar a novos períodos de confinamento.

Trata-se de adoptar medidas capazes de evitar a destruição de capacidade produtiva – e de emprego – o que, a acontecer, provocará danos estruturais na economia, com inevitáveis consequências económicas, sociais e políticas;

- Apoiar o relançamento da actividade económica há medida que se façam sentir os efeitos de travagem das cadeias de transmissão do vírus, como resultado dos programas de vacinação.

Neste caso, trata-se de adoptar medidas – fiscais, de investimento público, apoios financeiros ao investimento e ao emprego, à inovação e à modernização das empresas de sectores críticos, etc – capazes de, simultaneamente, impulsionar um movimento de retoma e de contribuir para uma melhoria das expectativas da generalidade dos agentes económicos;

- Por último, “pôr de pé” um programa de opções estratégicas, capazes de reorientar o nosso modelo de crescimento e de desenvolvimento económico e social.

Neste caso o que está em causa é o lançamento de um movimento de modernização da nossa economia capaz de:

- Ter em devida conta as opções estratégicas adoptadas pela EU – economia digital, economia verde e do ambiente, infraestruturas críticas, etc.;
- Combater os bloqueamentos que têm travado o potencial de crescimento da nossa economia – capital humano/educação/formação profissional, tecnologia/inovação, reorganização da Administração Pública e fortalecimento de Instituições centrais.

A amplitude e a complexidade dos desafios e das solicitações que estão a ser dirigidas às Políticas Públicas conduz, por sua vez, a dois tipos de questões de importância central:

- **Por um lado**, qual a margem de manobra de que dispõem e que recursos podem ser mobilizados pelas Políticas Públicas?

Como financiar as medidas e os programas necessários para responder aos complexos problemas e desafios com que a nossa economia se debate?

Se considerarmos o nível actual de endividamento – no final de 2020 a Dívida Pública terá atingido valores próximos de 140% do PIB – as dificuldades são evidentes. Esta situação cria de facto fortes limitações acentuadas pelo actual quadro europeu. Na verdade, embora as regras orçamentais se encontrem suspensas, permanecem como uma referência que pode vir a ser activada por uma mera decisão da Comissão Europeia.

Se, para além disso, considerarmos o nível de endividamento dos sectores privados, temos de concluir que a nossa economia atingiu um nível de alavancagem que desaconselha o recurso a mais dívida para suportar programas de relançamento e de reforma da economia.

## A poupança interna

Para além disso, a poupança interna tem-se mantido a níveis historicamente baixos, o que cria dificuldades a um financiamento equilibrado e sustentável de qualquer esforço de investimento.

Esta evolução do nível do aforro resulta da convergência de um complexo conjunto de desequilíbrios estruturais que se enraizaram na nossa economia:

- O Estado tem acumulado déficits que conduziram aos níveis actuais de endividamento, apenas sustentáveis devido à acção do BCE que tem assegurado uma liquidez abundante nos mercados, a taxas de juro excepcionalmente baixas;
- Depois, a generalidade das nossas empresas debate-se com estruturas financeiras frágeis e desequilibradas – com baixos níveis de capitalização e elevada dependência de dívida bancária de curto prazo. Deste modo, tanto o contributo do Estado como das empresas para a poupança global tende a ser sistematicamente negativo;
- por outro lado, no que se refere às famílias, o seu nível de poupança reflecte sobretudo dois tipos de factores:
  - *O baixo nível médio do rendimento disponível das famílias portuguesas;*
  - *Uma carga fiscal excessiva sobre o grupo de famílias que auferem níveis de rendimento que permitiriam taxas de poupança relativamente mais elevadas.*

Para além, no entanto, dos factores que têm historicamente condicionado a evolução da nossa taxa de poupança, esta está, neste momento, a reagir a pressões contraditórias.

Na verdade, enquanto o nível muito baixo das taxas de juro – reflectido na remuneração dos depósitos a prazo que permanecem como o instrumento financeiro para onde são canalizadas as poupanças das famílias – tende a reduzir a propensão para o aforro, a pandemia, por outro lado, está a induzir uma queda da procura agregada, tanto em consumo como em investimento e a induzir uma “poupança forçada” adicional das famílias e dos sectores de actividade não afectados pelo choque pandémico.

Para além do comportamento da taxa de poupança, reveste-se de particular importância proceder à sua avaliação à luz do interesse em criar condições que favoreçam o desenvolvimento de um Mercado de Capitais.

Trata-se de facto de uma questão central à luz, quer do interesse estratégico em dotar a nossa economia com mercados financeiros capazes de contribuir para o lançamento de um movimento de modernização da estrutura produtiva, quer do interesse em “oferecer” aos aforradores instrumentos e activos financeiros alternativos aos depósitos a prazo;

- **Por outro lado**, como assegurar que o Sistema Financeiro apoia o esforço de relançamento e de modernização da nossa economia?

Questão que assume uma importância crítica à luz do papel tradicional do Mercado Bancário que, como se viu atrás, tem contribuído para a reprodução de um tecido produtivo atomizado e pouco competitivo, questão a abordar mais à frente

## A acção da Europa do euro

É à luz deste contexto que assume uma importância crítica a acção da Europa do euro, dada a gravidade e as implicações sem precedentes da crise actual.

Como a nossa economia integra a União Monetária não pode adoptar medidas de combate ao choque pandémico de forma autónoma, à revelia das regras que formam o enquadramento regulamentar e a disciplina orçamental do euro e que claramente têm vindo a condicionar a acção do Governo. De outro modo como explicar uma resposta à crise que tem recorrido sobretudo a medidas sem impacto orçamental imediato – caso das moratórias e garantias.

**No entanto, o arrastamento da pandemia está a ameaçar um número crescente de PME e a intensificar as pressões sociais e dificuldades e riscos excepcionais justificam medidas excepcionais.**

Na verdade, uma acentuada destruição de tecido produtivo e de emprego teria efeitos económicos, sociais e políticos inaceitáveis num Estado democrático.

Acresce que o facto de se tratar de um choque simétrico, impõe a adopção de programas de estabilização e apoio transversais a todas as economias do euro.

Até ao momento, as medidas adoptadas no âmbito do combate aos efeitos depressivos da pandemia são sobretudo de três tipos:

- Medidas decididas pelas economias do euro de forma autónoma. Estas medidas tendem a reflectir a capacidade de actuação de cada economia, determinada sobretudo pela respectiva margem orçamental e nível de endividamento.

As diferenças entre economias são muito significativas, indo desde um valor global superior a 30% do PIB – caso da Alemanha – até aos cerca de 3 a 4% de economias como a nossa

**Esta disparidade, se não for contrariada com programas apoiados pela Europa, deixará as economias da Zona Euro perigosamente fragmentadas, tanto económica como socialmente, com riscos para o futuro do projecto europeu.**

- Depois as medidas de QE tomadas pelo BCE no âmbito da sua Política Monetária não convencional, levaram já à aquisição de cerca de 2 Trde euros em activos financeiros – Dívida Soberana e Dívida emitida por grandes empresas e grupos europeus – acumulados nos balanços dos Bancos Centrais que integram o Sistema Europeu de Bancos Centrais.



Apesar disso, declarações conhecidas de responsáveis do BCE apontam no sentido da manutenção da orientação da Política Monetária enquanto for necessário o que deverá assegurar o refinanciamento do elevado “stock” de Dívida Pública nos próximos anos.

- Por último, a Europa aprovou – sob proposta apresentada pela Comissão Europeia – um Programa de apoios no montante de 750 mil milhões de euros, com uma parte destinada a subsídios.

Programa que se destina sobretudo a financiar projectos e iniciativas em linha com as opções estratégicas adoptadas pela Europa para responder aos desafios globais que está a ter de enfrentar.

No entanto, embora se trate de um Programa que significa um passo importante da Europa do euro, não responde às dificuldades e aos riscos que a actual crise está a colocar às economias endividadas mais vulneráveis. Estas, estão a enfrentar pressões que, de forma crescente, estão a ameaçar a destruição de tecido produtivo, a partir de situações orçamentais de grande fragilidade, enquanto os fundos previstos no âmbito do Programa de ajuda se propõem financiar iniciativas e projectos com impacto a prazo.

Deste modo, uma resposta da Europa do euro às dificuldades actuais deveria passar:

- Por uma clarificação sobre o futuro das regras e princípios que devem enquadrar as Políticas Orçamentais no pós-pandemia, de modo a permitir uma delimitação objectiva da margem com que as Políticas Públicas podem contar para responder aos problemas que estão a ser colocados pelo arrastamento do choque pandémico;
- Pelo lançamento de programas destinados à estabilização, à protecção da capacidade produtiva e ao relançamento das economias estruturalmente mais vulneráveis.

Medidas que podiam ser tomadas no âmbito do já existente Mecanismo de Estabilidade e Crescimento o que teria de passar por uma revisão estatutária e por um adequado reforço da sua capacidade financeira.

**A alternativa será um agravamento do nível de fragmentação económica e social das economias que formam a Zona Euro, com implicações políticas inevitáveis sobre o futuro do projecto europeu.**

- Sem um adequado suporte europeu, a capacidade da nossa economia para lançar programas autónomos, dirigidos à protecção do nosso tecido produtivo e ao relançamento da actividade económica no pós-pandemia é limitada sem endividamento adicional, o que, por sua vez, faz ganhar importância a dois tipos de questões:

- Por um lado, assegurar a elaboração dos programas necessários para o lançamento de um movimento de reforma e de modernização da nossa economia, bem como a implantação das condições institucionais e técnico/operacionais necessárias para a sua execução, em tempo útil

Trata-se de uma questão crítica para o aproveitamento da “janela de oportunidade” aberta pelo Programa europeu de apoio;

- por outro, reorganizar o nosso Sistema Financeiro de modo a que este responda de forma adequada às necessidades e às solicitações dos agentes económicos – consumidores, investidores e aforradores - de quem vai depender o maior ou menor sucesso de tal esforço.

## 4. Reorganização dos Mercados Financeiros – desenvolvimento do Mercado de Capitais

### Mercados Financeiros da área do euro

Entre os problemas com que a Europa do euro se debate, o financiamento da actividade económica assume assim uma importância central:

- Por um lado, como se viu atrás, actualmente o financiamento das economias depende sobretudo da organização e do funcionamento dos mercados bancários – responsáveis por mais de 80% do financiamento da actividade económica – que atravessam um período de retracção e de redimensionamento que se tem vindo a prolongar desde a crise de 2007/8.

Como resultado, os bancos têm vindo a recentrar o seu modelo de negócios, virando-o para os segmentos do mercado que lhes assegura, um menor custo de capital, um controle mais apertado do risco e uma maior rentabilidade.

Implantou-se deste modo na generalidade das economias europeias um modelo de negócio bancário que não favorece o financiamento do investimento e da inovação e que nalgumas economias – como no nosso caso – tem mesmo contribuído para a reprodução de um tecido produtivo atomizado e pouco competitivo;

- Por outro lado, o desenvolvimento de mercados de capitais integrados criará condições capazes de favorecer uma reforma dos Sistemas de Segurança Social que enfrentam problemas crescentes de sustentabilidade;

- para além disso, a Política Monetária do BCE – que permanece como o garante da estabilidade dos mercados financeiros do euro – está a esgotar a sua capacidade para influenciar as expectativas dos agentes económicos – Famílias e Empresas – ao mesmo tempo que distorce a avaliação do risco nos mercados.

Dificuldades que reflectem o complexo conjunto de objectivos que norteiam a acção do BCE desde o celebrado “whatever it takes” de Mário Draghi, proferido em plena crise financeira:

- Afastar os riscos de deflação que ameaçam reproduzir na Europa do euro o quadro macroeconómico que, à cerca de duas décadas, tem travado o crescimento da economia japonesa;

- Reparar os mercados interbancários e de crédito que – em particular nas economias periféricas – se mantêm muito fragmentados e incapazes de exercer a sua função central de distribuidores da liquidez no interior dos mercados de crédito

A intenção de evitar que esta situação possa contribuir para uma redução dos fluxos de crédito bancário tem mesmo contribuído para as decisões do BCE de injectar volumes maciços de liquidez nos mercados- Liquidez que, no entanto, só em parte chega aos agentes económicos.

- Induzir uma alteração das expectativas dos agentes económicos, de modo a relançar a Procura Agregada e o crescimento económico.

No entanto, a eficácia da acção do BCE – deixado isolado na ausência de uma reorientação das políticas fiscais para o crescimento – é travada dado que os impulsos da sua Política Monetária são em grande parte absorvidos pelos balanços dos bancos e “não chega” à economia real.

Neste contexto, as operações de “Quantitative Easing”(QE) – intensificadas como resposta ao choque pandémico – estão a criar uma situação próxima de uma **“armadilha da liquidez”**, em que novas operações não se reflectem num aumento dos fluxos de financiamento às economias.

Situação em que os beneficiários das acções do BCE são sobretudo os Estados, ao financiar os seus déficits e os stocks de dívida a taxas historicamente baixas. Como, em contrapartida, têm mantido políticas orçamentais restritivas – pelo menos até ao eclodir da pandemia – a abundância de financiamento não é transmitida aos agentes económicos o que, por sua vez, se reflecte num baixo nível da procura.

O choque pandémico, simétrico às economias do euro, veio, entretanto, “forçar” o BCE a prolongar no tempo e mesmo a intensificar as suas operações de QE e a manter as suas taxas de intervenção em níveis negativos em termos nominais.

Esta evolução fez ganhar “peso” aos argumentos que apontam no sentido de uma reorientação dos princípios que têm condicionado as políticas fiscais/orçamentais na área do euro, de modo a induzir o relançamento da procura no pós-pandemia e a activar a liquidez acumulada nos mercados pela Política Monetária encaminhando-a para a actividade económica.

Por outro lado, é neste contexto que assume uma importância central a reorganização dos mercados financeiros implantados na Zona Euro, com cinco objectivos distintos:

- Melhorar as condições de financiamento das economias, em particular das PME's que têm uma importância estratégica tanto em termos de contributo para o PIB, como para a oferta de emprego;
- Induzir um processo de robustecimento da estrutura financeira das empresas – questão particularmente importante no caso das PME's;
- Robustecer os mercados financeiros do euro, aumentando a sua capacidade para absorver choques. Questão de grande importância dada a vulnerabilidade dos mercados bancários, formados por intermediários – bancos – que acumulam risco próprio nos seus balanços

Deste modo, sempre que um choque se abate sobre um banco sistémico abala a confiança dos seus depositantes e através destes a estabilidade de todo o sistema, forçando complexas e dispendiosas operações de intervenção, envolvendo por vezes volumosos recursos públicos;

- Aumentar a eficácia dos mecanismos de transmissão dos impulsos da Política Monetária que dependem de mercados interbancários fragmentados;
- Por último, criar condições para que os sistemas financeiros do euro se integrem nos mercados financeiros mundiais através sobretudo dos mercados de capitais e não, como actualmente, através dos mercados bancários.

## Desenvolvimento de Mercados de Capitais na Zona Euro

A resposta aos problemas referidos depende do desenvolvimento de Mercados de Capitais na Zona Euro

Esta é a via para reduzir a concentração de risco no balanço dos bancos que passa a ser directamente assumido pelos investidores – institucionais, empresas ou famílias. Para além disso, através do Mercado de Capitais é favorecido o desenvolvimento de novos mecanismos de intermediação, novas fontes e novos instrumentos de financiamento, alternativos aos oferecidos pelos mercados bancários.

Para o conseguir em tempo útil, a Europa do euro deveria lançar um programa dirigido à criação de uma plataforma capaz de suportar e de favorecer o desenvolvimento de um mercado integrado de capitais, competitivo a nível mundial – condições fiscais, regulamentares, de supervisão e com eficientes infraestruturas operacionais.

Questões já abordadas anteriormente (\*), importando aqui referir que a situação actual, é favorável ao lançamento de um tal programa, devido à convergência de dois choques

Trata-se de dois choques simétricos que, embora de natureza distinta, estão ambos a contribuir para a aceleração de mudanças estruturais nos mercados financeiros do euro:

**O choque pandémico** – com efeitos já indicados

## O “Bréxit”

A saída do RU da UE está claramente a favorecer os esforços desenvolvidos por alguns Governos da EU para o desenvolvimento de segmentos importantes dos Mercados de Capitais. Na verdade, está a verificar-se uma transferência de operadores especializados de Londres para alguns centros localizados na Zona Euro – Luxemburgo, Paris e Frankfurt são exemplos. Com eles levam talento e capacidade operacional que são factores críticos para o desenvolvimento dos mercados de capitais.

Trata-se de um processo com implicações importantes, na medida em que pode contribuir para acelerar o movimento de desenvolvimento de segmentos “chave” do Mercado de Capitais – **que conduza, nomeadamente, a um mercado integrado a nível europeu da Dívida Pública e a um mercado especializado no financiamento de PMEs.**

Segmentos que se revestem de uma importância estratégica por razões conhecidas e que deviam ser objecto de programas específicos dirigidos ao seu desenvolvimento no quadro dos mercados do euro.

Estes mercados permitiriam implantar e aperfeiçoar as plataformas tecnológico/operacionais e regulamentares – para além das já referidas condições fiscais e de supervisão – necessárias ao desenvolvimento de um mercado eficiente e capaz de competir com mercados financeiros mais evoluídos.

O que, por outro lado, criaria condições para que o peso global do Mercado Único Europeu se fizesse sentir como um poderoso elemento de suporte à transformação estrutural dos mercados financeiros do euro.

Acresce que um Mercado de Capitais desenvolvido induziria mudanças estruturais no capitalismo europeu, tornando-o mais competitivo e resistente a choques, ao mesmo tempo que se verificariam avanços qualitativos no projecto de integração financeira da Europa do euro.

Por outro lado, o interesse em desenvolver mercados de capitais integrados e transversais às economias do euro também decorre de duas questões que se prendem o investimento das poupanças geradas no interior das economias do euro:

- A primeira, prende-se com o “destino” de uma parte da liquidez que o BCE está a injectar nos mercados que, dada a incapacidade dos mercados bancários do euro para a canalizar para a “economia real”, sai da Zona Euro à procura de oportunidades de investimento. A inexistência de mecanismos e de serviços financeiros capazes de encaminhar tais investimentos para as economias do euro, faz com que estes sejam encaminhados pelos grandes operadores nos mercados financeiros para os mercados de capitais mais desenvolvidos - por isso com maior liquidez e estabilidade – em particular, para os mercados norte-americanos e asiáticos e mesmo de forma marginal para alguns “mercados emergentes”.

Como resultado, uma parte do esforço do BCE para estabilizar os mercados e relançar as economias está a financiar economias exteriores à Zona Euro.

Embora a ausência de mercados de capitais desenvolvidos não seja a única causa – já vimos como persistem problemas e bloqueamentos que têm vindo a travar a retoma e a modernização – contribui fortemente para uma deficiente alocação de recursos financeiros no interior da Zona Euro;

- A segunda questão é abordada em capítulo próprio, dada a sua importância e refere-se ao interesse em proceder a uma reforma dos Sistemas de Segurança e Protecção Social, implantados na generalidade das economias da União Europeia.

Trata-se de assegurar a sustentabilidade financeira destes sistemas actualmente suportada por modelos de financiamento – “pay as you go” – ameaçados de forma crescente por uma evolução demográfica desfavorável

Uma tal reforma pressupõe mercados de capitais capazes de oferecer uma panóplia de activos financeiros e de serviços, indispensáveis à absorção das poupanças canalizadas através de investidores institucionais especializados – Seguradoras, Fundos de Pensões, etc

Na verdade, o desenvolvimento de um Mercado de Capitais permitiria avançar para a implantação gradual de uma União de Capitais que, conjuntamente com as Uniões Monetária e Bancária, formariam uma União Financeira

Movimento que, articulado com a necessária adaptação/actualização da plataforma institucional e jurídico/regulamentar saída de Maastricht – já referida atrás – consolidaria o projecto do Euro (\*)

## Reorganização dos Mercados Financeiros na economia portuguesa

Como ficou referido atrás, para além das pressões que estão a modelar os mercados financeiros do euro, o nosso mercado bancário enfrenta dificuldades e problemas próprios que reflectem os bloqueamentos e os desequilíbrios que estão presentes na nossa economia.

Se, para além disso, tivermos presente as limitações do modelo de negócios tradicional dos nossos principais bancos comerciais no que se refere ao financiamento da nossa economia, compreendemos como é crucial reorganizar os nossos mecanismos de intermediação financeira, com um duplo objectivo:

- Dotar o nosso mercado financeiro com instituições especializadas com o objectivo de diversificar as fontes de financiamento e os instrumentos de dívida a dirigir, em particular, ao financiamento do investimento da inovação e da modernização do tecido produtivo;
- Apoiar o desenvolvimento de segmentos críticos do Mercado de Capitais – caso de um mercado especializado no financiamento de PME's - com a já referida intenção de reduzir o peso do crédito bancário no financiamento global da economia.

De notar que um movimento de reorganização dos nossos mercados só é viável se for conduzido em articulação com as transformações que ocorram nos mercados financeiros da Zona Euro, de que o nosso é parte integrante.

No entanto, para além da implantação da arquitectura necessária a uma participação plena nos movimentos que estão a transformar os mercados financeiros europeus – arquitectura institucional, fiscal, regulamentar e operacional – há iniciativas e decisões que são importantes para resolver os nossos bloqueamentos estruturais.

O choque pandémico veio tornar a questão da reorganização dos mercados financeiros ainda mais decisiva na medida em que está a agravar desequilíbrios e a acelerar mudanças

Acresce que um adequado aproveitamento da janela de oportunidade aberta pelo Programa de apoios europeu passa por dotar o nosso Sistema Financeiro com adequada capacidade técnico/operacional para garantir uma eficiente canalização dos recursos financeiros necessários à execução dos programas de relançamento, de modernização e de reforma da economia.

Se nada fizermos, a canalização de tais recursos continuará a ser assegurada por mecanismos e instituições com as limitações sublinhadas nos pontos anteriores:

- Uma banca comercial que continuará a privilegiar o imobiliário, o consumo e um financiamento do tecido produtivo através de operações de crédito com uma rotação média elevada, com os efeitos perversos já indicados;
- Instituições públicas especializadas que, embora acumulem um conhecimento valioso do tecido empresarial e assegurem operações de inegável utilidade, a sua acção está condicionada, quer pelas suas missões estatutárias, quer por uma cultura marcadamente administrativa e administrativo/burocrática.

Instituições que não têm vocação nem conhecimentos técnico/operacionais que lhes permitam lançar os instrumentos necessários ao financiamento do salto qualitativo que o nosso tecido produtivo tem de dar.

## Banco de Investimento

É neste contexto que deve ser avaliado o interesse em dotar o nosso Sistema Financeiro com uma instituição especializada no apoio ao investimento, à inovação e à modernização da economia.

Tal interesse decorre do facto de não existir entre nós uma instituição técnica e financeiramente apetrechada para, simultaneamente:

- Canalizar recursos financeiros para sectores estratégicos que importa desenvolver – tais como os que integram sectores exportadores, da economia verde e circular, a inovação tecnológica, energias “limpas”, etc.;
- Apoiar o robustecimento financeiro e o redimensionamento das PME's que formam a espinha dorsal do nosso tecido produtivo, assim como novas iniciativas empresariais – capital de risco, “start-ups”, etc.;

Deverá, em particular, articular a sua acção com Fundos especializados que estão a assumir um protagonismo crescente, há medida que tiram partido do recuo dos mercados bancários tradicionais e, bem assim, do desinteresse da generalidade dos bancos comerciais em relação ao risco empresas. Em particular, Fundos especializados em operações de intervenção sobre PME's - impulsionando movimentos de redimensionamento, reorganização e regeneração financeira de empresas que, embora economicamente viáveis, se debatem com estruturas financeiras frágeis. Empresas que, por via de regra, enfrentam dificuldades na obtenção de financiamento junto dos bancos comerciais.

Embora o choque pandémico esteja a travar o lançamento deste tipo de operações, é de admitir que a presença destes fundos venha a crescer quando, no pós-pandemia, se verificar o relançamento da actividade económica.

Para além disso, esta instituição pode dar um contributo ímpar para o desenvolvimento de segmentos críticos do Mercado de Capitais, como é o caso de um mercado especializado no financiamento de PME's – através, nomeadamente, de emissões de operações de dívida de empresas, tais como papel comercial e de instrumentos de financiamento de médio e longo prazos, destinados a fortalecer a estrutura financeira de PME's.

Uma outra função de grande importância decorre da prestação de serviços de apoio técnico ao Estado, sempre que este tenha necessidade de avaliar diferentes opções de financiamento ou de operações em que o Estado intervém, evitando que este dependa em exclusivo de apoio técnico exterior. Um apoio técnico competente permitiria evitar operações que no passado estiveram na origem de perdas volumosas – como as operações de “Swaps” que provocaram perdas muito substanciais para o Estado.

Assim como pode servir de “ponte” entre o nosso mercado e instituições congéneres existentes noutras economias europeias e mesmo a nível europeu, como é o caso do Banco Europeu de Investimentos (BEI).

Para exercer de forma efectiva este conjunto de funções, esta Instituição terá de ser dotada de adequada capacidade, financeira e técnico/operacional – o que dependerá sobretudo da dotação inicial de capital que, por sua vez, condicionará o nível e as condições de acesso aos mercados de capitais.

De igual modo poderá intermediar com outras instituições especializadas o lançamento de operações dirigidas ao financiamento do tecido produtivo.

Uma questão igualmente relevante prende-se com as relações desta Instituição com o Grupo Financeiro Público que, para além do seu papel como estabilizador do mercado bancário, absorve uma parte importante das poupanças internas que deveriam ser canalizadas de forma mais eficiente para o financiamento do esforço de investimento e da inovação

Uma adequada articulação com um banco especializado no investimento poderia abrir novas vias para a canalização da liquidez acumulada neste Grupo para o esforço de relançamento e de reforma da economia. Naturalmente sem prejuízo das necessárias avaliações do risco das operações a financiar.

Uma última nota para referir que não se entende o nível de intervenção das instâncias europeias em relação ao lançamento desta instituição, quando se trata de dotar o nosso Sistema Financeiro com um instrumento de importância estratégica e com que contam múltiplas economias do euro.

(...)