



“Next Generation EU” - Novo instrumento da União Europeia para a recuperação económica

Como consequência do impacto económico associado à crise da COVID-19, o Conselho da União Europeia (UE) mandatou, em abril, a Comissão para apresentar uma proposta que abrangesse um Fundo de Recuperação. A presidente da Comissão Europeia (CE), *U. Von der Leyen*, manifestou inclusivamente a ambição de que o mesmo atingisse cerca de 1 bilião de euros, o que suscitou a oposição firme de alguns países, nomeadamente dos conhecidos como “os quatro frugais” (Áustria, Dinamarca, Holanda e Suécia).

A necessidade de uma postura concertada dentro do bloco europeu tornou-se ainda mais premente após o acórdão do Tribunal Constitucional Alemão que colocava em causa a continuação da participação do *Bundesbank* no Programa de Compra de Dívida Pública (*PSPP - Public Sector Purchase Programme*) do BCE, uma vez que a flexibilidade da política monetária poderia ficar algo comprometida, em resultado do risco de uma potencial litigação constitucional.

No dia 18 de maio, tendo em consideração o ambiente de elevada incerteza económica e política, a chanceler alemã, *A. Merkel*, e o presidente francês, *E. Macron*, tentaram liderar o processo de apoio à recuperação da economia europeia. Em declaração conjunta, estes líderes propuseram um Fundo de Recuperação no valor de 500 mil milhões (MM) de euros, associado ao orçamento da CE, com os seus montantes a serem atribuídos através de subvenções.

Posteriormente, a 26 de maio, a CE propôs um Plano de recuperação para a Europa, o qual incluía um novo instrumento no valor de 750 MM de euros denominado “*Next Generation EU*”, dos quais 500 MM de euros sob a forma de subvenções, e que esteve em discussão até à Cimeira Europeia de 18 de julho. Este Plano visava reparar os danos económicos e sociais causados pela pandemia, impulsionar a recuperação do crescimento europeu e proteger os postos de trabalho.

Nos dois meses que precederam a Cimeira, várias questões condicionaram a validação do orçamento plurianual e sobretudo a aprovação do “*Next Generation EU*”. No entanto, foi sempre reconhecida a necessidade e a importância deste instrumento de emergência para manter o carácter “único” do mercado europeu e proporcionar a países com elevado grau de endividamento a flexibilidade necessária para a implementação de políticas de estímulo fiscal. Não obstante, a forma de atribuição dos fundos e o seu financiamento constituíram

os temas que geraram mais divergências, com os países designados “frugais” a levantarem dúvidas principalmente sobre a vertente das subvenções.

Primeiramente, esta oposição alicerçou-se no facto de vários Estados-membros encararem a proposta do eixo franco-alemão e, posteriormente, o “*Next Generation EU*” pela CE, como uma forma de transferências financeiras dos países do Norte para o Sul e para o Leste Europeus. Concomitantemente, para esta noção, foram também relevantes os critérios de distribuição dos fundos, vistos de alguma forma como dissociados da crise espoletada pela COVID-19, uma vez que assentavam em dados económicos anteriores à mesma, não refletindo, por esta razão, a severidade das medidas de contenção social.

Em segundo lugar, o financiamento do “*Next Generation EU*” também não ficou isento de críticas. Embora a emissão de obrigações pela CE tenha sido relativamente bem aceite, a origem dos recursos para a sua amortização futura, que incluem a criação de novos impostos a nível europeu, suscitou o desagrado de alguns líderes.

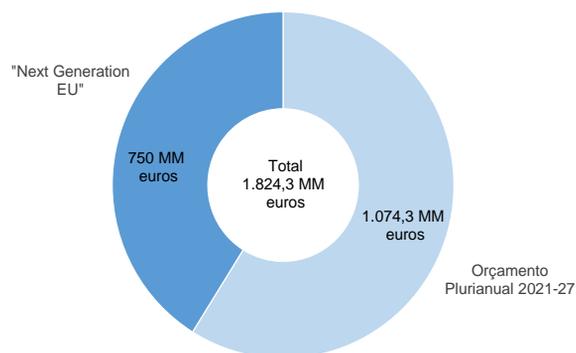
De forma a permitir a aprovação do Plano de recuperação, foi necessária introdução de algumas alterações face à proposta inicial da CE. De entre estas, salientaram-se a diminuição da componente de subvenções (de 500 MM de euros para 390 MM de euros) e a introdução de mecanismos de supervisão na atribuição dos fundos. Adicionalmente, foram reduzidas, de forma substancial, as contribuições da Áustria, da Dinamarca, da Holanda e da Suécia, sendo ainda concedida uma redução à Alemanha.

Plano de Recuperação Europeu

Consequentemente, após uma maratona negocial, a 21 de julho de 2020, os dirigentes da UE chegaram a acordo sobre o Plano de recuperação e sobre o quadro financeiro plurianual para 2021-2027, apontando o caminho para a saída da crise e lançando, segundo os mesmos, as bases para uma Europa moderna e mais sustentável. Para mobilizar os investimentos necessários, a Comissão apresentou uma resposta em torno de duas vertentes: (i) o “*Next Generation EU*”, um novo instrumento no valor de 750 MM de euros que irá impulsionar os recursos disponíveis da UE entre 2021 e 2023, com novos financiamentos obtidos nos mercados de capitais, e (ii) o orçamento plurianual da UE reforçado para o período entre 2021 e 2027, no valor de 1.073,4 MM de euros. Este último montante compara com o atualmente em vigor para (...)

(...) o período entre 2014 e 2020, que expurgado das dotações do Reino Unido seria inferior a 1 bilião de euros. No que concerne ao “*Next Generation EU*”, cujo montante total ascende a 750 MM de euros (360 MM de euros em empréstimos e 390 MM em subvenções), a maioria do seu valor destina-se ao Mecanismo de Recuperação e Resiliência da União Europeia (MRR). Este mecanismo será dotado de 672,5 MM de euros (312,5 MM de euros concedidos através de subvenções e 360 MM de euros sob a forma de empréstimos). O remanescente será aplicado no âmbito de Programas relacionados com a inovação e digitalização da economia, entre outros.

Plano orçamental aprovado na Cimeira Europeia



Fonte: Caixa Gestão de Ativos, Comissão Europeia.

A alocação das subvenções do MRR por país será efetuada com base nas respetivas estatísticas de população, de PIB *per capita*, ambos de 2019, e de evolução da taxa de desemprego entre 2015 e 2019. Entre 2021 e 2022, deverão ser atribuídos cerca de 70% dos fundos, com o remanescente a ser distribuído em 2023, por sua vez em função da severidade da recessão de 2020 a afetar cada Estado-membro. Atendendo a estes critérios, de acordo com as projeções da CE, as subvenções a serem distribuídas nos próximos três anos, ao abrigo do MRR, representam cerca de 2,3% do PIB da UE e serão consideravelmente distintas entre os países. Neste âmbito, os mais beneficiados deverão ser as economias do Leste e do Sul Europeu. Por exemplo, a Bulgária e a Croácia, de acordo com estas estimativas, irão receber em torno de 12% do respetivo PIB. Em países como Grécia, Portugal, Espanha e Itália, estes valores serão de 9,7%, 6,3%, 5,1% e 3,4%, respetivamente. Já no caso de França, Alemanha e Holanda, os montantes deverão ser inferiores a 2%. O pagamento das subvenções estará dependente da implementação dos Planos de recuperação e resiliência que cada país irá apresentar, sendo da incumbência da CE a sua monitorização. No que concerne à componente dos

empréstimos, os mesmos poderão atingir 4,7% do PIB de cada Estado-membro.

“*Next Generation EU*”

Total 750 MM euros (390 MM euros em subvenções):

- **MRR** (Mecanismo de Recuperação e Resiliência da União Europeia): 672,5 MM, dos quais 360 MM de empréstimos e 312,5 MM de subvenções
- **ReactEU** (Fundos de Coesão): 47,5 MM
- **Horizon Europe** (Investigação e Desenvolvimento na Ciência e Indústria): 5 MM
- **InvestEU** (Promoção do Investimento Privado): 5,6 MM
- Desenvolvimento Agrícola: 7,5 MM
- **Just Transition Fund** (Programas de Neutralidade Climática): 10 MM
- **RescEU** (Mecanismos Proteção civil): 1,9 MM

Fonte: Caixa Gestão de Ativos, Comissão Europeia.

O instrumento foi aprovado contendo ainda um mecanismo conhecido como “travão de emergência”, segundo o qual será possível a qualquer país apresentar, em reunião do *Ecofin*, objeções à continuação dos desembolsos dos montantes destinados a outros Estado-membros, cabendo contudo à CE a decisão final sobre esta questão.

Para financiar o “*Next Generation EU*”, a UE contrairá empréstimos num montante até 750 MM de euros nos mercados de capitais. Para que tal seja possível, utilizará a margem de manobra do seu orçamento - a diferença entre o limite máximo dos recursos próprios a longo prazo (o montante máximo que a UE pode solicitar aos Estados-membros para cobrir as suas obrigações financeiras) e o limite máximo das despesas efetivas ao abrigo do quadro financeiro plurianual. Para o efeito, a Comissão propõe alterar o texto jurídico que estabelece as condições de financiamento da UE, com vista a permitir a contração de empréstimos e aumentar o limite máximo dos recursos próprios numa base excepcional em 0,6 pontos percentuais do rendimento nacional bruto (RNB) da UE. Este aumento vem juntar-se ao limite máximo permanente dos recursos próprios, de 1,4% do RNB, já proposto, tendo em conta as incertezas económicas e o “*Brexit*”. Contudo, será limitado no tempo e só utilizado no contexto da recuperação da COVID-19, expirando quando todos os fundos forem reembolsados e os passivos amortizados. Com a referida margem orçamental como garantia, a UE poderá emitir dívida em condições relativamente vantajosas, em (...)



(...) comparação com muitos Estados-membros. Posteriormente, o reembolso da referida dívida será efetuado a partir de 2027 e até 2058 e financiado com base no reforço dos orçamentos futuros, nomeadamente, através de novos recursos próprios ligados às prioridades da UE (alterações climáticas, economia circular e tributação equitativa) e do aumento das contribuições nacionais.

Implicações para os principais mercados

Tendo em conta o mecanismo de “travão de emergência”, aprovado nesta Cimeira, o Programa poderá ser considerado como um mínimo múltiplo comum para os Estados ao invés de representar uma mudança do paradigma europeu através da mutualização da dívida ou mesmo um “*Hamilton Moment*”*. Concretamente, no caso europeu, poder-se-á verificar um interregno nas incertezas latentes que têm afetado os *spreads* das *yields* dos países do Sul face às da Alemanha, bem como nos considerados centrais ao projeto europeu, como é o caso de França. Ademais, alguns analistas consideram o “*Next Generation EU*” como um avanço importante para a solvência dos Estados-membros, sendo um passo na direção de uma “união fiscal de pleno direito” e que permitirá possivelmente uma estabilização dos referidos prémios de risco.

Adicionalmente, este comportamento dos *spreads* e a emissão maciça de dívida pela UE, que irá disponibilizar desta forma um novo conjunto de títulos líquidos e de elevada qualidade para os bancos centrais e outras entidades supranacionais potencialmente adquirirem, poderá gerar suporte ao euro, através do reforço do seu estatuto como moeda de reserva.

Paralelamente, o aumento dos Programas de expansão fiscal, que este instrumento irá permitir, conjuntamente com as políticas monetárias já em vigor, deverá gerar um suporte adicional aos ativos de maior risco da Área Euro, nomeadamente a ações, e conforme estas medidas venham a influenciar positivamente a economia e os resultados das empresas.

Contudo, existem riscos. Em primeiro lugar, um enquadramento de normalização do problema de saúde pública e de montantes expressivos de novas emissões a gerar uma subida das *yields*. Em segundo, a possível agudização das incertezas políticas vigentes em Espanha e Itália poderá resultar num aumento dos prémios de risco de soberanos da Área Euro. Em terceiro, a condicionalidade implícita no “travão de emergência” relativo à disponibilização de subvenções, a qual num quadro futuro de eleição de novos líderes políticos eventualmente menos agregadores, continuará a

representar um potencial risco futuro.

Considerações finais

É indiscutível que a aprovação deste Plano, que inclui subvenções, é um passo sem precedentes para a maior integração e solidariedade a nível europeu. No entanto, subsistem preocupações quanto à utilização dos fundos, bem como qual a melhor forma de os redirecionar para o investimento e para as reformas estruturais.

No entanto, a respetiva implementação será crucial para o projeto europeu e para a mitigação das incertezas que possam surgir na sequência da crise pandémica, simultaneamente numa altura em que os riscos assumem não só um carácter económico mas também político ■

* Esta referência faz alusão a *Alexander Hamilton* (1755-1804), o primeiro secretário do tesouro americano, que concebeu um acordo para permitir ao novo governo federal dos Estados Unidos assumir as dívidas individuais contraídas pelos Estados durante a Guerra da Independência e convertê-las em obrigações conjuntas da união federal. Este compromisso tem sido visto pelos historiadores como um dos passos decisivos para a criação do sistema de governo americano.



Para além da Direção de Estratégia - Alocação de Ativos e da Direção de Investimento Mobiliário - Rendimento Fixo, contribuiu para a elaboração deste documento a Direção de Supervisão e *Compliance*, na revisão do mesmo.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

www.caixagestaodeativos.pt

Esta informação não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato.

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. (empresa do grupo Caixa Geral de Depósitos), e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos por perdas ou danos causados pelo seu uso.

A informação contida neste documento é realizada com um objetivo informativo, sendo enviada como um instrumento auxiliar, não podendo servir de base a qualquer investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rendibilidade futura.

A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta das Informações Fundamentais destinadas aos Investidores e dos Prospetos, disponíveis em www.cmvm.pt e em www.caixagestaodeativos.pt.

Não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.

A Caixagest – Técnicas de Gestão de Fundos, S.A. alterou, em setembro de 2019, a sua denominação para Caixa Gestão de Ativos Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A.. A partir de abril de 2020, a Caixa Gestão de Ativos Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A. passou a denominar-se Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.