

Grupo de peritos sobre um Fundo para Amortização da Dívida e o *Eurobills*

Relatório Final apresentado em 31 de março de 2014

Conclusões

CONTEXTO AMPLO DO DEBATE SOBRE EMISSÃO CONJUNTA DE TÍTULOS DE DÍVIDA

1. Em 2011 e 2012 foram propostos regimes de emissão conjunta de títulos de dívida, designadamente um Fundo e um Pacto para Amortização da Dívida (DRF/P — *Debt Redemption Fund and Pact*) e *eurobills*, que constituem, essencialmente, instrumentos destinados a restabelecer a estabilidade da área do euro, reduzir o excesso de dívida pública (*debt overhang*) e estabilizar os mercados dessa mesma dívida. Os dois regimes possuem horizontes temporais e componentes diferentes, que vão do curto ao médio e longo prazo. Embora possam assumir várias formas, sem predeterminar *per se* o grau de integração política na UEM a longo prazo, a sua introdução teria, contudo, implicações a longo prazo: a ideia de um DRF/P foi concebida como um mecanismo temporário para enfrentar o excesso de dívida pública e, por consequência, como uma ponte orçamental conducente a um regime credível de “não-resgate” (“*no-bail out*”) e à convergência sustentável. Os *eurobills* foram concebidos como um meio destinado a contribuir para a estabilização dos mercados de dívida pública em momentos de tensão e a proporcionar um ativo seguro e líquido capaz de promover uma maior integração financeira, sendo, portanto, mais suscetível de se tornar um mecanismo permanente de emissão conjunta.
2. A avaliação de um DRF/P e dos *eurobills*, que o presente relatório efetua separadamente, permitirá aos decisores políticos ponderar a possível influência dos regimes em causa na orientação geral da UEM a longo prazo. Além disso, num debate estratégico mais amplo, importa ter na devida conta outras decisões e ideias futuras com objetivos semelhantes aos dos dois regimes de emissão conjunta analisados no presente relatório. A avaliação dessas outras vertentes estratégicas não foi objeto do trabalho deste grupo de peritos. Os decisores políticos terão de proceder a uma avaliação global de todas as estratégias, ponderando os seus méritos e riscos relativos, com vista a estabelecer prioridades e sequenciação.
3. O atual excesso de dívida é, na sua essência, um problema de legado. Conquanto já parcialmente constituído antes, através de políticas orçamentais e económicas imprudentes, foi amplificado no contexto da crise financeira de 2008. Embora a emissão conjunta possa constituir uma importante contribuição para reduzir o excesso de dívida pública, nomeadamente para os países altamente endividados, ela não substitui os esforços que estes devem realizar para reduzir as suas dívidas. Esses esforços têm de se traduzir numa disciplina orçamental estrita - nomeadamente através da criação dos excedentes primários necessários para reduzir a dívida - e na promoção do potencial de crescimento das suas economias, para atenuar o custo do ajustamento financeiro.
4. A eliminação ou redução substancial do excesso de dívida é importante para criar as condições de um regime credível de “não-resgate”, restabelecer a convergência nominal necessária ao bom funcionamento da política monetária, reduzir a necessidade de assistência financeira do MEE e, por fim, garantir o funcionamento

normal da união monetária de acordo com o conceito original, pelo que seria do interesse geral de todos os participantes na UEM.

POSSÍVEIS OBJETIVOS DOS REGIMES DE EMISSÃO CONJUNTA DE TÍTULOS DE DÍVIDA

5. Os dois regimes analisados no presente relatório foram concebidos com objetivos principais bastante diferentes, podendo cada um deles visar igualmente alguns objetivos secundários:
6. O DRF/P foi concebido com o principal objetivo de restabelecer a sustentabilidade das finanças públicas através da redução das dívidas públicas que excedam o limiar de 60 % do PIB estabelecido no PEC, ou seja, fazer face ao excesso de dívida pública na área do euro. Tem, pois, por objetivo o estabelecimento, ao longo do seu período de vigência, de uma ponte orçamental para uma convergência renovada e duradoura e um regime credível de “não-resgate” na área do euro. Segundo a proposta inicial, isso implicaria também a adoção de regras de reestruturação da dívida, uma vez resolvido o excesso de dívida pública. Neste contexto, o DRF/P teria ainda como objetivo estabilizar os mercados de dívida pública, através da eliminação do risco de refinanciamento durante a fase de transferência das dívidas para o Fundo, e criar um ativo seguro e líquido. No seu período de vigência, permitiria apoiar a transmissão da política monetária. Além disso, ao tratar os problemas do legado da dívida, contribuiria para uma maior integração do mercado a longo prazo.
7. A ideia dos *eurobills* foi apresentada com o objetivo principal de estabilizar os mercados da dívida pública, através da redução do risco de refinanciamento dos Estados-Membros, e de promover a integração dos mercados financeiros, através da criação de um ativo seguro e líquido. Esse ativo contribuiria também para inverter a tendência para a fragmentação do mercado e apoiar a transmissão da política monetária.
8. A introdução de um regime de emissão conjunta seria apenas um passo para a integração do mercado financeiro, entre outras ações eventualmente necessárias, nomeadamente as que visam o reforço estrutural do setor bancário europeu. Importa também sublinhar que nenhum ativo é completamente isento de riscos. A criação de um título financeiro público emitido conjuntamente, que seja considerado um ativo seguro para os investidores, implicará, pois, algum risco residual para os governos que participem na emissão conjunta.

AValiação DO DRF/P: CONCEÇÃO, MéRITOS E RISCOS

9. O conceito de DRF/P, desenvolvido pelo Conselho Alemão de Peritos Económicos, compreende um fundo para a mutualização de dívida (de 1,8 a um pico de 3,1 biliões de EUR de dívida conjunta) e um «grande pacto» que inclua um conjunto de condições prévias e de limitações que os Estados-Membros participantes devem cumprir para viabilizar uma responsabilidade solidária.
10. O DRF/P implica uma significativa transferência de soberania durante o seu período de vigência (ou seja, consoante o regime, de 10 a 25 anos), principalmente através de acordos de consolidação vinculativos, e associados poderes de controlo. Pressupõe e promove um sólido compromisso mútuo dos Estados-Membros participantes, durante um longo período. Esse forte compromisso resultaria, no interesse de todos os Estados-Membros, numa menor necessidade de assistência financeira do MEE e de medidas de política monetária não-convencionais; prepararia o caminho para um

regime credível de "não-regate", asseguraria uma política monetária eficaz e suportaria o bom funcionamento da UEM.

11. Um DRF/P, se baseado na responsabilidade solidária (que exige a alteração do Tratado, ver *infra*) e supondo que funcionava de acordo com o plano, poderia contribuir de forma significativa para resolver o problema do legado na área do euro, através da redução do excesso de dívida pública. As despesas com o serviço da dívida dos países altamente endividados seriam reduzidas através da combinação do elemento de seguro da dívida mutualizada e da credibilidade acrescida do processo de consolidação proporcionada pelo «pacto». Além disso, o DRF/P facilitaria as condições de acesso desses países ao mercado.
12. Um DRF/P baseado numa estrutura de garantias *pro rata* proporcionaria aos países com dívidas mais elevadas poupanças mais pequenas na despesa com juros do que um fundo baseado numa responsabilidade solidária, dado que a qualidade do crédito do fundo seria inferior e mais dependente de alterações na qualidade do crédito dos Estados-Membros participantes. Por conseguinte, um fundo numa base *pro rata* poderia não conseguir o que é necessário para um vasto DRF/P, suscetível de abranger todas as dívidas superiores a 60 % do PIB.
13. Para tornar uma responsabilidade solidária viável para os países com elevada notação de crédito, a proposta original sugeria que fosse constituído um colateral para garantir o serviço até 20 % da dívida transferida. Contudo, essa medida enfrentaria obstáculos jurídicos e económicos. Num sistema *pro rata*, esse colateral teria de ser substituído por mais capital realizado. Seria igualmente possível ponderar a afetação de receitas fiscais ao serviço da dívida, mas isso poderá também colocar problemas jurídicos (igualdade de tratamento, problemas constitucionais) e o volume das receitas fiscais passíveis de serem afetadas afigura-se modesto no caso de alguns Estados-Membros.
14. Os méritos potenciais de um DRF/P estão associados a riscos macroeconómicos e financeiros (no respeitante ao risco moral – *moral hazard* –, ver os pontos 24-29), como o provável aumento dos custos de financiamento para os países com elevada notação de crédito. O principal desafio consistiria no cumprimento das regras estabelecidas durante um longo período, o que poderia revelar-se insustentável.
15. Uma outra opção a ponderar, no caso de uma estrutura de garantia *pro rata*, poderia consistir num DRF mais pequeno e com uma composição diferente, através da transferência para o fundo, por cada Estado-Membro participante, de uma quota igual de dívida (p. ex., 20 % do PIB). Um tal regime poderia tornar alguns Estados-Membros menos vulneráveis, reduzindo o seu excesso de dívida pública, embora numa extensão inferior à da proposta original. Atendendo à sua composição, constituiria, durante o período de vigência, uma vantagem para a aplicação da política monetária e a criação de liquidez no mercado. O seu período de vigência poderia ser mais curto (por exemplo, 10 anos) do que previsto na proposta original, o que poderia também atenuar algum risco moral inerente ao regime. A desvantagem desta alternativa reside em que, no final do regime, os níveis de endividamento ainda difeririam e alguns Estados-Membros continuariam com consideráveis excessos de dívida.

AVALIAÇÃO DOS *EUROBILLS*: CONCEÇÃO, MÉRITOS E RISCOS

16. Os *eurobills* consistiriam numa emissão conjunta de títulos de dívida pública a curto prazo pelos Estados-Membros da área do euro. Poderiam apoiar-se numa garantia solidária ou numa garantia *pro rata*. O volume máximo de *eurobills* emitidos seria estabelecido antecipadamente, mediante a fixação de um limite. Os prazos de vencimento dos *eurobills* poderiam ir até dois anos (o que resultaria num volume aproximado de 0,8 biliões de EUR de emissão conjunta e um volume máximo de 1,9 biliões de EUR — limite de emissão de 30 % da dívida total por país), ou até um ano (o que resultaria num volume aproximado de 0,5 biliões de EUR de emissão conjunta e um volume máximo de 0,9 biliões de EUR — limite de emissão de 10 % do PIB por país).
17. Os *eurobills* poderiam contribuir para promover a integração e a estabilidade financeiras. Na medida em que proporcionam um instrumento seguro e líquido, poderiam constituir um passo no sentido de diversificar as carteiras de dívida soberana nos balanços dos bancos e assim atenuar o círculo vicioso entre bancos e respetivo “soberano”. Permitiriam também reduzir a fragmentação do mercado e facilitar a transmissão da política monetária; contudo, a integração financeira sustentável exige reformas estruturais da economia real e do setor financeiro. Alguns peritos duvidam que estes efeitos benéficos possam ser alcançados com a emissão de *eurobills*.
18. Desde que não fossem atingidos os limites de emissão, os *eurobills* poderiam baixar o risco de refinanciamento, nomeadamente em caso de alterações súbitas na perceção dos mercados, contribuindo para mercados de dívida pública mais estáveis. Este benefício apenas poderia ser proporcionado na íntegra por um vasto fundo de *eurobills*. Em tempos normais, quando os diferenciais de taxas de juro da dívida a curto prazo são reduzidos, o efeito nos custos de financiamento dos Estados-Membros seria provavelmente limitado e dependeria do volume de emissão e do prémio de liquidez.
19. A medida em que estes objetivos seriam alcançados depende das variantes conceptuais, que não só possuem uma dimensão jurídica como também envolvem compromissos ligados à partilha de riscos financeiros e à contenção do risco moral.
20. Muitos dos objetivos dos *eurobills* seriam mais facilmente atingidos por um regime baseado na responsabilidade solidária (que requereria a alteração do Tratado) e com prazos de vencimento até dois anos. Um regime com prazos de vencimento apenas até um ano, correspondente à definição clássica dos bilhetes do tesouro, permitiria ainda atingir o objetivo de promover a integração financeira, embora numa escala menor.
21. No caso dos *eurobills* com uma garantia *pro rata*, algumas vantagens, como a criação de um vasto mercado de bilhetes, permaneceriam intactas, embora os efeitos na redução dos custos de financiamento fossem muito reduzidos em tempos normais, sendo apenas significativos em épocas de tensão do mercado. Atendendo aos obstáculos jurídicos e económicos, seria difícil contar com medidas de reforço do crédito (constituição de colateral, afetação de receitas fiscais).
22. A criação de um regime de *eurobills* apenas numa base temporária e a extinguir se não for renovado, ou seja como um teste, é uma opção passível de proporcionar algumas vantagens. Existe, no entanto, alguma incerteza quanto à aceitação pelo

mercado de um regime temporário, nomeadamente sobre se a opção de o desfazer é realmente credível e sem riscos de estabilidade. Em qualquer caso, a maior parte dos benefícios para os quais os *eurobills* foram concebidos só podem ser alcançados se o regime for estabelecido numa base permanente (sujeita a votações regulares nos Parlamentos nacionais sobre as responsabilidades financeiras concretas assumidas, ver o ponto 35 *infra*).

23. Os riscos económicos e financeiros (sobre risco moral, ver pontos 24-29 *infra*) associados a um regime temporário de *eurobills* poderiam criar incerteza, originando potencialmente problemas de perceção pelos mercados e volatilidade das taxas de juro. Podem ocorrer riscos semelhantes se o fundo de *eurobills* decidir suspender as emissões de um ano para o outro ou excluir do regime um Estado-Membro não conforme. Os *eurobills* podem, além disso, apresentar um risco de excessiva dependência relativamente à dívida a curto prazo em épocas de volatilidade do mercado. Este risco deve ser contido através do estabelecimento antecipado de limites jurídicos claros e estritos.

RISCO MORAL E FORMA DE O RESOLVER

24. No debate relativo à emissão conjunta, o «risco moral» é entendido em sentido lato, referindo-se às situações em que uma entidade toma decisões sobre o volume de riscos a tomar, enquanto outra entidade suportará os custos se os riscos se concretizarem. Os regimes de emissão conjunta de dívida podem criar risco moral entendido nesta aceção. A possibilidade de ocorrência de risco moral nos regimes em causa pode ser substancial, dependendo de diversos fatores, em especial a estrutura das garantias, o volume da emissão conjunta em relação à dívida deixada a nível nacional, o fator temporal (isto é, a duração do regime e os prazos de vencimento dos instrumentos) e os constrangimentos políticos colocados aos governos.
25. Dadas as características da sua conceção, um DRF/P apresenta risco moral durante a fase de transferência das dívidas para o fundo (na qual os Estados-Membros apenas poderão refinanciar-se nos mercados a curto prazo) e durante a fase da sua amortização (na qual os Estados-Membros não conformes deixam de poder ser excluídos do regime, podendo por isso, exercer pressão sobre os países credores). Por conseguinte, o elemento de «pacto» do DRF/P inclui uma série de condições prévias, limitações e salvaguardas para garantir o reembolso e tornar o regime viável para os Estados-Membros com uma notação de crédito elevada. Em especial, um sistema transparente, possivelmente quase-automático, de graduais diferenciais de juro poderia funcionar como recompensa em caso de adequação ou como sanção em caso de não-adequação de políticas.
26. O compromisso entre a redução da dívida e o risco moral difere consoante as variantes conceptuais do DRF/P: um fundo para amortização das dívidas até ao limite de 60 % do PIB, com base na responsabilidade solidária — proporcionando poupanças significativas nos custos de financiamento da dívida, para alguns Estados-Membros — apresenta um maior risco moral do que um fundo *pro rata* mais reduzido com um período de vigência mais curto, mas que proporciona economias de custos mais limitadas.
27. O potencial de risco moral dos *eurobills* depende também das variantes conceptuais. Um pequeno fundo de *eurobills* (isto é, com prazos de vencimento não superiores a um ano), baseado numa estrutura de garantias *pro rata* e com limites jurídicos rigorosos que impeçam a dependência excessiva do financiamento a curto prazo,

poderia suscitar menos preocupações do que um fundo mais substancial, especialmente se assente em responsabilidade solidária ou se associado a uma função preventiva de crises. Em termos gerais, uma questão essencial para avaliar o risco moral de um regime de *eurobills* consiste em averiguar se, uma vez introduzido, mesmo que temporariamente e em pequena escala, o regime poderia suscitar expectativas políticas e económicas, bem como pressões para se tornar permanente e ser alargado a prazos de vencimento mais longos, ou se tal seria de excluir, de forma credível, desde o início. Coloca-se também a questão da credibilidade de uma sanção que consista em excluir um Estado-Membro não conforme.

28. Qualquer regime de emissão conjunta deve incluir mecanismos robustos destinados a limitar o risco moral. Esses mecanismos poderiam incluir condições prévias (período probatório e restrições de elegibilidade para participação), competências reforçadas ao nível europeu sobre as políticas orçamentais e económicas dos Estados-Membros em caso de incumprimento, incentivos financeiros e sanções (p. ex. diferenciações de taxas), e assegurar que a disciplina de mercado continuaria a fazer-se sentir. No parecer de alguns peritos, deveria criar-se, a mais longo prazo, um mecanismo de reestruturação da dívida soberana, quer como alternativa quer como complemento de uma governação reforçada. Este ponto de vista é contestado por outros peritos, que preconizam mais transferências de poderes orçamentais para o nível europeu em caso de incumprimento persistente de um Estado-Membro (o que implica a alteração do Tratado).
29. Atendendo à experiência muito limitada relativa ao quadro reformado de governação económica da UE, pode considerar-se prudente começar por recolher provas da eficácia dessa governação e, caso se considere necessário, reforçar o referido quadro antes de adotar quaisquer decisões em matéria de emissão conjunta.

REQUISITOS LEGAIS E LIMITES PARA A INTRODUÇÃO DE DRF E / OU DE EUROBILLS

30. Embora os atuais Tratados da UE não permitam regimes de emissão conjunta de títulos de dívida baseados na responsabilidade solidária dos Estados-Membros, podem autorizar estruturas de garantia baseadas em compromissos *pro rata*, nomeadamente uma estrutura de capital análoga à do MEE.
31. Os atuais Tratados não conferem competências suficientes à UE para estabelecer um regime de DRF/P ou de *eurobills* (mesmo de natureza *pro rata*) com base em atos legislativos da UE. Na ausência de alterações ao Tratado, poderia argumentar-se, quando muito, que é possível instaurar um regime temporário de *eurobills* através da combinação de um regulamento ao abrigo do artigo 352.º (cooperação reforçada) com um acordo intergovernamental. Esta construção seria menos defensável para um DRF/P, dado o seu âmbito jurídico de longo alcance, que vincularia os Estados-Membros por um período considerável e, por vezes, excederia manifestamente o domínio de competências da UE.
32. Seriam requeridas alterações ao Tratado caso fossem consideradas necessárias algumas formas de contenção do risco moral através de uma maior integração das políticas orçamentais e económicas (por exemplo, poder de veto europeu sobre os orçamentos nacionais).
33. Algumas das possíveis alterações ao Tratado identificadas no presente relatório poderiam ser efetuadas através de uma revisão simplificada dos Tratados UE, enquanto outras exigiriam um processo de revisão ordinário.

34. Se um DRF/P ou um regime de *eurobills* fosse estabelecido numa base puramente intergovernamental, teria de ponderar-se a fixação de limites legais. As instituições políticas da UE não poderiam exercer quaisquer poderes de decisão. A coordenação da política económica da UE não deveria ser comprometida.
35. Os direitos constitucionais nacionais colocam limites bem definidos às possibilidades de os Estados-Membros participarem num regime de emissão conjunta de dívida (ver o exemplo da Alemanha). Poderão existir formas de respeitar esses limites. Um regime seria tão mais suscetível de os cumprir quanto mais claramente fosse garantido, do ponto de vista jurídico, que a responsabilidade máxima de um Estado-Membro é previamente limitada, que existe a possibilidade de os parlamentos nacionais se pronunciarem regularmente sobre as responsabilidades financeiras concretas assumidas (para além dos direitos em matéria de informação e direitos de influência) e que existem condições e garantias estritas para assegurar a disciplina orçamental.

LEGITIMIDADE E CONTROLO DEMOCRÁTICOS

36. A introdução de um sistema de emissão comum de dívida colocaria inevitavelmente novos desafios para assegurar a legitimidade e o controlo democráticos.
37. Mesmo que fosse juridicamente possível, a criação de um regime de emissão conjunta de dívida através de um sistema meramente intergovernamental apresentaria graves insuficiências e problemas em termos de eficácia, legitimidade democrática e controlo. Seria difícil assegurar a legitimidade parlamentar suficiente; as regras de votação num Órgão de Gestão intergovernamental colocariam um dilema entre a responsabilização e a eficiência. Existiria o risco de se criarem dois universos institucionais paralelos competindo entre si na governação económica. Importa evitá-lo.
38. Por conseguinte, vários motivos pugnam fortemente a favor da preferência por soluções baseadas no método comunitário e na arquitetura institucional da UE (eventualmente modificados mediante alteração do Tratado). Se for ponderado um regime temporário e *pro rata* de *eurobills*, sem uma alteração dos Tratados UE, poderá explorar-se um modelo que combine um ato jurídico ao abrigo do artigo 352.º com um acordo intergovernamental.
39. O controlo parlamentar é essencial. Importa definir modelos que o garantam a ambos os níveis: controlo pelo Parlamento Europeu das decisões tomadas ao nível europeu, juntamente com um papel essencial dos parlamentos nacionais, no âmbito do seu poder orçamental permanente.

CONCLUSÃO GERAL

40. Embora de formas diversas e com diferentes impactos a longo prazo, tanto um DRF/P como os *eurobills* seriam meritórios para estabilização dos mercados de dívida pública, apoio à transmissão da política monetária, promoção da estabilidade e integração financeiras. Estes méritos associam-se a riscos económicos, financeiros e morais dependendo os compromissos das diferentes opções conceptuais. Atendendo à experiência muito limitada do quadro reformado de governação económica da UE, pode considerar-se prudente começar por recolher provas da eficácia dessa governação antes de adotar quaisquer decisões em matéria de emissão conjunta. Sem alterações ao Tratado UE, apenas será possível estabelecer regimes de

emissão conjunta numa base *pro rata*, e — pelo menos no que diz respeito ao DRF/P — apenas através de um sistema meramente intergovernamental, que suscitaria questões de controlo democrático. Em contrapartida, seriam necessárias alterações ao Tratado para estabelecer regimes de emissão conjunta com responsabilidade solidária, certas formas de proteção contra o risco moral e conferir a devida atenção à legitimidade democrática.