

MESTRADO
ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS
EUROPEUS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

ANÁLISE COMPARATIVA DA RESPOSTA DA UNIÃO
EUROPEIA E DOS EUA À CRISE COVID-19

ANA SOFIA SILVA DA COSTA

OUTUBRO - 2022

MESTRADO EM
ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS
EUROPEUS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

ANÁLISE COMPARATIVA DA RESPOSTA DA UNIÃO
EUROPEIA E DOS EUA À CRISE COVID-19

ANA SOFIA SILVA DA COSTA

ORIENTAÇÃO:
PEDRO LEÃO

OUTUBRO - 2022

*“É preciso sair da ilha para ver a ilha.
Não nos vemos se não saímos de nós”*

José Saramago

RESUMO

Com a emergência da crise Covid-19 em 2020, a atividade económica mundial entrou num coma induzido devido à implementação de medidas de saúde pública e de controlo do vírus. Face a isto, a população deparou-se com a impossibilidade de consumo, forçando as empresas para produzirem a baixo da sua capacidade de produção devido à fraca procura. Simultaneamente, o investimento caiu a pique, enquanto que o temor pelo aumento do desemprego aprontou-se a surgir. Uma crise social e económica parecia iminente. No entanto, rapidamente surgiram as primeiras respostas fiscais da parte dos governos para contrariar uma espiral recessiva, apoiadas por políticas monetárias expansionistas. Ora, o presente trabalho pretende analisar e comparar as respostas fiscais e monetárias aplicadas pela União Europeia e pelos Estados Unidos da América, durante o período da crise Covid-19, ou seja, entre 2020 e 2021.

Desta forma, foi descrito o contexto macroeconómico pré-Covid-19, partindo posteriormente para uma análise individual das respostas fiscais das duas economias e, por fim, das respostas monetárias. Realizou-se ainda uma breve análise ao período de crescimento pós-Covid-19. Em ambas economias verificou-se um papel *pivot* das políticas fiscais para evitar uma recessão económica, num contexto de armadilha de liquidez, apesar do indispensável suporte das políticas monetárias. Ironicamente, durante a crise Covid-19, as extraordinárias poupanças das famílias levaram ao aumento de depósitos a prazo que, por sua vez, permitiu a que os bancos criassem reservas para re-empréstimo aos governos. Destaca-se ainda a resposta inovadora da União Europeia, enquanto ação conjunta de emissão de títulos de dívida pública comuns. Apesar da recentidade dos fenómenos, conclui-se a eficácia das medidas aplicadas para amparar a queda do PIB, apesar do risco inflacionário.

PALAVRAS-CHAVE: Política fiscal; Política monetária; Covid-19; UE; EUA.

ABSTRACT

With the advent of the Covid-19 crisis in 2020, the economic activity worldwide entered into an induced coma due to the implementation of lockdown measures. The impossibility of consumption and the weak demand forced companies to produce below their production capacity. At the same time, investment dropped, while fears of rising unemployment sprang up. In this context, a social and economic crisis seemed imminent. However, the first fiscal responses to counter a recessionary spiral quickly emerged, supported by expansionary monetary policies. The present work aims to analyse and compare the fiscal and monetary responses applied by the European Union and the United States of America during the period of the Covid-19 crisis, that is, between 2020 and 2021.

Firstly, the pre-Covid-19 macroeconomy was described, then proceeding to an individual analysis of the fiscal responses of the two economies and, finally, of the monetary responses. A brief analysis of the post-Covid-19 growth period was also examined. In both economies, fiscal policies played a pivotal role in avoiding an economic recession, in a context of a liquidity trap, despite the indispensable support of monetary policies. Ironically, during the Covid-19 crisis, the extraordinary savings households led to an increase in term deposits which, in turn, allowed banks to build up reserves to re-loan to governments. Also noteworthy is the innovative response of the European Union, as a joint action in issuing common bonds. Despite the recentness of the phenomena, it is concluded that the measures applied to support the fall in GDP were effective, despite the inflationary risk.

Keywords: Fiscal policy; Monetary policy; Covid-19; EU; USA.

ÍNDICE GERAL

Resumo	iv
Abstract.....	v
Índice Geral	vi
Índice de Figuras	vii
Índice de Tabelas	vii
Agradecimentos	viii
1. Introdução.....	1
2. Comparação da economia da Zona Euro com a Norte Americana.....	3
3. Análise da Zona Euro e dos Estados Unidos da América	6
2.1. A resposta fiscal da União Europeia.....	6
2.2. A resposta fiscal dos Estados Unidos da América	10
4. Análise das medidas do Banco Central Europeu e do Federal Reserve System ..	15
4.1. A política monetária do Banco Central Europeu.....	16
4.2. A política monetária do Federal Reserve System.....	18
5. O crescimento económico pós-Covid-19	21
3. Conclusão	28
Referências Bibliográficas.....	31
ANEXOS	34

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Dívida pública europeia em percentagem do PIB	8
Figura 2 - Evolução dos pacotes de estímulos cumulativos 2020-201.....	11
Figura 3 - Défices Orçamentais da Economia Norte-Americana, 2017-2018.....	12
Figura 4 - Taxa de poupança das famílias Norte-Americanas	13
Figura 5 - Dívida Pública da UE e dos EUA em percentagem do PIB	23
Figura 6 - Evolução da dívida pública europeia em % do PIB, entre 2020 e 2022.....	24
Figura 7 - Crescimento trimestral do PIB da UE e dos EUA	25

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Indicadores sobre a performance das economias da União Europeia e dos Estados Unidos da América para os anos 2019, 2020, 2021 e previsões para 2022Fonte: de autoria própria da autora.	4
Tabela 2 - Evolução das taxas de juro de referência nos EUA e na UE.....	22

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, não posso deixar de agradecer ao meu orientador, Professor Pedro Leão, por todo o apoio, orientação e esclarecimentos, que foram dados com a maiores das simpatias e paciência.

Estou eternamente grata pelo carinho da minha mãe, que sempre me encorajou perante os momentos mais desanimadores deste processo com a maior confiança no meu trabalho.

Endereço um agradecimento especial aos meus amigos, que considero o meus companheiros de uma vida. O meu grande obrigada à Patrícia, à Rita G. e à Inês. Mais não poderia deixar de agradecer aos inseparáveis Rita M., à Marta, ao Guilherme, à Bianca, à Joana, à Nicole, ao Nuno e à Carolina que me viram a tornar estudante no ISCSP. Um especial obrigada às minhas amigas e colegas do ISEG que tornaram esta experiência muito mais divertida: à Andreia, Beatriz e Simone. Agradeço ainda ao Gabriel, do fundo de *mi cuore*, pelo suporte e consideração nesta etapa.

Por fim, e tão importante, dedico ainda este trabalho com todo o meu amor e saudade ao meu pai, que sei o quanto orgulhoso de mim ficaria por me ver a concretizar este projeto.

Termino com uma enorme gratidão para com todos aqueles que estão presentes na minha vida, que de alguma forma me inspiraram a tornar-me no que sou hoje.

A todos vós, muito obrigada.

1. INTRODUÇÃO

Em 2020, perante o ataque indiscriminado da crise pandémica, várias foram as medidas de políticas de saúde pública impostas para evitar o alastramento do vírus SARS-CoV-2, implicando o distanciamento social e o isolamento forçado das populações. Contudo, se por um lado foi necessário conter o vírus, por outro, outras vulnerabilidades sociais emergiram com a atividade económica totalmente paralisada. Em consequência, os riscos da diminuição da procura aumentaram, dado a inexistência da oportunidade de consumo graças às medidas de saúde pública. Sem a procura por bens e serviços, o encerramento da indústria e de serviços não discricionários pareciam evidentes. O desfecho esperado seria o aumento indiscriminado do desemprego, criando uma espiral recessiva das economias a nível mundial. Enquanto principais blocos económicos ocidentais, a União Europeia (UE) e os Estados Unidos da América (EUA) aprontaram-se a desenhar programas de resposta para contrariar a dinâmica macroeconómica.

Com o presente trabalho, pretende-se analisar as respostas fiscais implementadas pela UE e dos EUA, de forma a compreender os mecanismos utilizados, a “intensidade” dos programas e os públicos-alvo dos mesmos. Por outro lado, pretende-se explorar o papel das políticas monetárias no apoio às políticas fiscais implementadas pelos governos da UE e dos EUA. Neste sentido, questões como “que modelo de políticas fiscais foram adotadas pela UE perante a crise Covid-19?”, “que ferramentas de política monetária utilizados pelo Banco Central Europeu (BCE) e Federal Reserve System (FED) neste período?”, “quais os resultados em termos de crescimento do PIB, investimento, consumo, poupanças e balança comercial no período imediato pós Covid-19?” serão alvo de reflexão e de resposta. Logicamente, a proximidade dos eventos impede um estudo mais centrado nos resultados pós-Covid-19, prevendo-se abrir o caminho para futuras investigações sobre a correlação entre as políticas fiscais e monetárias de resposta à crise Covid-19 e a recuperação pós-pandémica. Por fim, serão debatidos os mais recentes desenvolvimentos sobre este tema e apresentada uma breve conclusão.

Face a um possível repetição de fenómenos similares, pretende-se que esta pesquisa apoie o avanço no conhecimento académico através de uma breve análise da eficácia das políticas fiscais e monetárias utilizadas durante o período da crise Covid-19, onde vigoraram medidas de saúde pública, e durante o período imediato ao levantamento destas mesmas medidas. Em última instância, ambiciona-se contribuir para uma melhor reflexão para o desenho de futuras políticas de contenção de recessão económica e recuperação económica.

Assim, o presente trabalho encontra-se estruturado em quatro capítulos principais em que serão analisadas as respostas da UE e dos EUA e respetivas consequências económicas. Primeiramente, pretende-se realizar uma análise dos principais indicadores macroeconómicos

pré-Covid-19, durante-Covid e pós-Covid-19. O objetivo é conhecer o ponto de partida económico dos dois blocos económicos e os efeitos da Covid-19 na variáveis recolhidas.

No capítulo seguinte, serão descritas as respostas fiscais da UE e dos EUA em dois subcapítulos que se dirigem a cada uma destas economias. No subcapítulo 3.1, ter-se-á em conta os riscos políticos e económicos significativos e que seriam agravados num contexto de crise económica e social que deu origem à ação conjunta no seio da UE. Será analisada a resposta para conter a crise económica e social provocada pela Covid-19 na UE, baseada numa solução inovadora de emissão conjunta de títulos de dívida pública assegurados pela Comissão Europeia. No subcapítulo seguinte, será estudada a resposta fiscal dos EUA. Será averiguada em detalhe a magnitude dos programas de ajuda às famílias norte-americanas. Será ainda debatido os riscos de alta inflação já apontados por académicos no momento do desenho dos programas.

No capítulo quatro, pretende-se analisar as respostas monetárias dos respetivos Bancos Centrais, ou seja, do BCE e do FED. Da mesma maneira, serão descritas separadamente as duas economias. Desta forma, no subcapítulo 4.1. será detalhado o papel da resposta monetária do BCE enquanto suporte à resposta fiscal baseada no reforço da política monetária não convencional baseada no *quantitative-easing*. De seguida, no subcapítulo 4.2, pretende-se descrever os principais mecanismos utilizados pelo FED durante o período Covid-19.

Por fim, no quinto capítulo, serão analisados os efeitos das políticas implementadas recorrendo a uma análise quantitativa nas principais variáveis macroeconómicas. Pretende-se realizar um sumário comparativo das respostas fiscais e monetárias da UE e dos EUA, com objetivo de criar novo conhecimento nesta matéria para o desenho de mecanismos mais robustos e eficientes contra futuras recessões provocadas por fenómenos semelhantes à crise Covid-19. Para além disso, pretende-se realizar um sumário da respostas das duas economias em análise, avaliando qualitativa os resultados e os riscos de inflação. Para alcançar a missão do presente trabalho, será realizada uma análise quantitativa, recolhendo dados sobre as principais variáveis macroeconómicas - PIB, Desemprego, Consumo, Investimento, Poupanças e Balança Comercial, agregando-se uma pesquisa descritiva das políticas fiscais e monetárias implementadas durante os períodos em estudo, ou seja, com foco nos anos de 2019, 2020, 2021 e 2022 (perante a existência de dados).

Serão utilizadas enquanto fontes de dados principais a base de dados do Eurostat, FRED, World Bank e OCDE. Dada a extensa cobertura jornalística, serão utilizados artigos provenientes do jornal The Economist enquanto fonte primária. O presente trabalho será ainda enriquecido com outras fontes bibliográficas relevantes.

2. COMPARAÇÃO DA ECONOMIA DA ZONA EURO COM A NORTE AMERICANA

Em março de 2020, as várias economias a nível mundial foram atingidas com um choque sem precedentes após a eclosão do pandemia da Covid-19. Neste sentido, e com o objetivo de controlar a propagação do vírus SARS-CoV-2, as respetivas consequências nos sistemas nacionais de saúde e nas populações, os governos a nível mundial procederam à implementação de confinamentos em massa, o distanciamento social e a suspensão de atividades não essenciais. Em suma, vários foram os setores industriais, de serviços e comércio que foram forçados a fechar.

Em consequência, o consumo da população caiu, tanto derivado das medidas de saúde pública – que mantiveram os cidadãos em casa –, como resultado da incerteza e do aumento do nível de desemprego. Derivado da falta de confiança e volatilidade dos mercados, verificou-se uma quebra no investimento do privado. Em resultado da quebra da procura de bens e serviços de consumo e de investimento, as empresas foram obrigadas a produzir abaixo da capacidade de produção instalada. Assim, o produto das várias economias do mundial sofreu uma queda a pique perante a propagação do vírus e aplicação de medidas de saúde pública.

Ora, para evitar uma maior queda económica e lidar com a crise social, os Estados precisaram de aumentar significativamente os gastos públicos para relançar as economias. De acordo com as previsões de 2021 da Comissão Europeia, a UE deveria crescer 3.7% em 2021 e a um ritmo semelhante em 2022. Já os EUA deveriam crescer cerca 6-7% em 2021. No final do ano 2022, espera-se que a economia americana seja 6% maior do que era em 2019, superando largamente as previsões dos economistas realizadas em 2019 para 2022. Em contraponto, previu-se que a UE não recupere os valores de crescimento económico anteriores aos da pandemia. (The Economist (a), 2021)

Em sequência, com o objetivo de analisar a evolução económica da UE e dos EUA, durante os períodos pré-pandémico, pandémico e recuperação pós-pandémica, é apresentada a *Tabela 1*, com o crescimento do PIB, Desemprego, Consumo, Investimento e Poupanças para os anos 2019, 2020, 2021 e 2022¹:

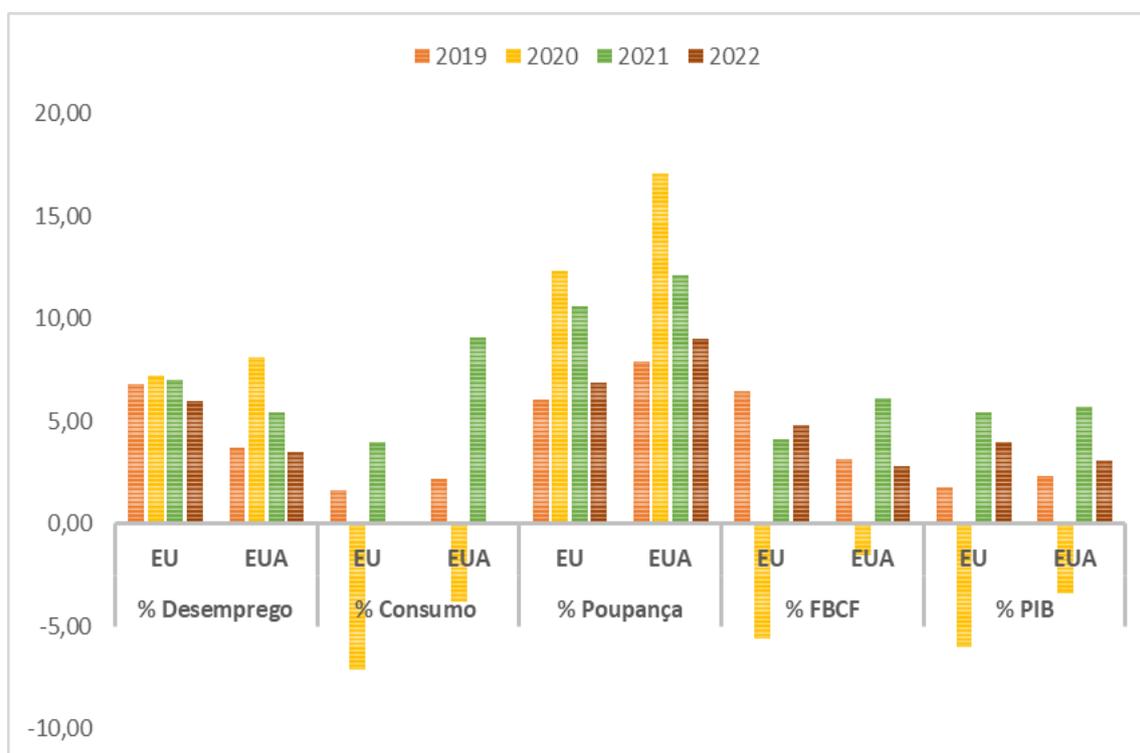
¹ Para os dados relativos ao desemprego, foram utilizadas as bases de dados do [Eurostat](#) e no [FRED](#), para a UE e EUA, respetivamente. Para 2022, foram analisadas as previsões até o primeiro semestre (julho 2022), através dos dados disponibilizados no Eurostat e no Fred.

Os dados Consumo, Poupança e Investimento foram obtidos através da [OCDE Data](#). Os dados de poupança para 2022 foram recolhidos através das previsões da OCDE.

Apenas foram disponibilizados dados de Investimento para os anos de 2021 e 2022 para a Zona Euro sobre as previsões da OCDE. Para esta variável, os anos de 2021 e 2022 são previsões sobre o Investimento fixo total, também designado de formação bruta de capital fixo (FBCF), em termos reais.

Para o PIB foram recolhidos os dados disponibilizados no [World Bank](#), com previsões do World Economic Outlook do FMI para 2022 para ambas as economias.

Tabela 1 - Indicadores sobre a performance das economias da União Europeia e dos Estados Unidos da América para os anos 2019, 2020, 2021 e previsões para 2022



Fonte: Elaboração própria.

Como podemos observar, não existiu um aumento expressivo do desemprego durante 2020 na UE, variando apenas de 6,8% em 2019 para 7,2% em 2020, e mantendo uma tendência de decréscimo estável em 2021 e 2022. No entanto, nos EUA, o desemprego aumentou de 3,7% em 2019 para 8,1% em 2020, por não ter implementado medidas de *lay-off*. Porém, as previsões para 2022 apontam para uma queda do nível de desemprego para 3,5%, níveis inferiores aos pré-pandêmicos.

A queda do emprego implicou uma queda expressiva do consumo de 7,1% e 3,8% na UE e nos EUA em 2020. Em parte, a indisponibilidade para o consumo devido às medidas de saúde pública não foram suficientes para uma queda do consumo, mesmo com a distribuição de cheques pelos agentes económico e com a majoração do subsídio de desemprego. Porém, após a reabertura da economia, as poupanças acumuladas das famílias da UE e dos EUA transformaram-se no aumento do consumo. No entanto, este crescimento do consumo foi muito mais expressivo nos EUA, com um aumento no consumo de 9,1%, contra com uns meros 4% na economia europeia.

Um dado que se demonstra extraordinário e sem históricos em crises económicas, é o aumento exponencial das poupanças das famílias. Este fenómeno é uma novidade em contexto de crises económicas, uma vez que normalmente, com a queda de rendimento, as famílias tem

uma menor capacidade de poupança. Em ambas as economias, as famílias apresentaram um aumento da parte rendimento disponível líquido que é poupado. Enquanto que em 2019, as famílias pouparam 6,03%, na UE, e 7,9%, nos EUA, em 2020, pouparam 12,35% e 17,05%, respetivamente. Há depois uma ligeira diminuição da percentagem de poupança em 2021 (10,58% na UE e 12% nos EUA), que reflete que as economias ainda não estavam totalmente abertas, que continua em 2022.

Por outro lado, a queda do investimento é uma resposta à diminuição do consumo. A despesa em bens de investimento em 2020, diminuiu de uma taxa de 6,49% e 3,12% para -5,6% e -1,55%, na UE e nos EUA, respetivamente. Contudo, destaca-se uma maior diminuição do investimento na UE, que apesar disto, aparenta ter uma previsão mais estável até 2022. A economia norte-americana aumentou o investimento em 6,1% em 2021, todavia, as previsões da OCDE para 2022 apontam para um aumento irrisório de apenas 2,8%.

Por fim, através da *Tabela 1*, observa-se que a queda do PIB foi muito mais expressiva na economia europeia, de -6% em 2020, enquanto que a economia norte-americana apresentou uma queda de -3,4%. No entanto, as economias parecem ter um crescimento com um ritmo similar em 2021 e 2022. Todos os valores podem ser consultados no Anexo I.

Tendo como ponto de partida os efeitos da Covid-19 nas variáveis recolhidas - PIB, Desemprego, Consumo, Investimento e Poupanças – pretende-se analisar as respostas fiscais e monetárias das economias da UE e dos EUA, com o objetivo de concluir se estas políticas tiveram efeito para amparar o PIB durante a Covid-19 e sustentaram uma recuperação mais célere num período pós-Covid 19.

3. ANÁLISE DA ZONA EURO E DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

Figurativamente, o clima macroeconómica após a erupção do choque Covid-19 assemelhou-se a um coma económico induzido. (Deb, Furceri, Ostry, & Tawk, 2020)

Mesmo uma dúzia de anos após a Crise Financeira Global (CFG), o crescimento já se encontrava aquém dos objetivos mesmo com taxas de juro de curto prazo negativas e *quantitative-easing* na UE e nos EUA. A interrupção radical da atividade económica provocada pela Covid-19, aportaria um declínio do PIB sem precedentes das economias mundiais. Assim, surgiu a formulação de uma resposta para minimizar os impactos deste choque nas economias. (The Economist (a), 2021)

Os efeitos sobre emprego e o output são determinados pela procura agregada. Os efeitos na procura são difíceis de avaliar, mas fornecem informação importante para utilizar ferramentas tanto fiscais e monetárias, especialmente, considerando a crise Covid-19, que afetou a produção através de quarentenas, fábricas encerradas, disrupções das cadeias de valor e mobilidade restringida.

Neste contexto, e face à inexistência de mais ferramentas da política monetária, a resposta da política fiscal assumiu liderança. Krugman (2020) propõe a concretização de programas de investimentos públicos que podem trazer um aumento de dívida pública, mas que são pagáveis por si, dado que as taxas de juro encontram-se a baixo das taxas de crescimento. Nesta lógica, existiria uma erosão rápida da dívida devido ao rápido aumento de produtividade a longo prazo provocada por investimento produtivo (infraestrutura, I&D, saúde, educação). (Krugman, 2020)

Apesar desta breve menção teórica, nos subcapítulos seguintes. pretende-se analisar as respostas fiscais da UE e dos EUA. Tal, permitirá obter conhecimento aprofundado sobre as medidas tomadas, de forma a concluir se as políticas fiscais tiveram efeito em amparar o PIB durante a Covid-19 e se sustentaram uma recuperação mais célere num período pós-Covid 19.

2.1. A resposta fiscal da União Europeia

O choque Covid-19 foi como um choque simétrico. Assim sendo, a exploração de ineficiências do mercado europeu através da realocação de recursos, perante a hipótese de estabilizadores económicos de uma mobilidade perfeita no mercado interno, ficou de parte.

No entanto, apesar da simetria do choque, a Covid-19 teve diferentes consequências económicas nos diferentes países da UE. Estas consequências passaram por fatores infraestruturais, como é o caso das infraestruturas de saúde, como fatores sociodemográficos, como a idade média da população e, ainda, financeiros, como é o caso das dívidas-públicas dos países do Sul da Europa. No caso da Alemanha, o choque da Covid-19 foi menos severo,

exigindo um *lockdown* menos restritivo, o que levou a uma queda menor do consumo privado. Segundo dados da União Europeia para 2020, a estrutura económica da Alemanha decompõe-se em 23,4% proveniente da indústria e apenas 8,9% do turismo. Paralelamente, tanto devido a fatores infraestruturais como sociodemográficos, várias foram as notícias sobre os *lockdowns* restritivas em Itália, Portugal e Espanha, que impediram milhões de pessoas de trabalhar ou consumir bens e serviços. Para além disso, segundo dados da União Europeia, a estrutura económica de Itália, Portugal e Espanha decompõe-se em 20,1%, 20,8%, e 19,7% em comércio grossista e retalhista, transportes, alojamento e atividades de restauração, em contraponto com apenas 15,8% da Alemanha. Ainda, sobre o último sector, o turismo contribui para de 13,3% do PIB na Itália, 17,1% em Portugal e 14% em Espanha. Por fim, a estrutura económica baseada em fatores industriais contribuiu para 19,5%, 17,4%, e 16,1% em percentagem do PIB, para Itália, Portugal e Espanha, respetivamente. (União Europeia, 2022)

O rácio da dívida-pública de Portugal, França, Itália e Espanha, é muito mais elevado do que na Alemanha. Segundo dados do Relatório do Eurostat de 19 de Julho de 2019, durante 2019, num contexto pré-pandémico, a média da dívida pública da Zona Euro representava a 85.9% do PIB, enquanto que a Alemanha tinha uma dívida-pública de apenas 61%. Ainda, os países que enfrentam os maiores prejuízos económicos são também aqueles com menos espaço fiscal para responderem à crise. Em contrapartida, a Alemanha, usualmente mais poupada, anunciou um pacote de estímulo de pelo menos 130 bilhões de euros em junho de 2020, apenas cerca de 3 meses após o surgimento da Covid-19 na Europa. O espaço fiscal permite uma resposta desigual entre os países europeus, comprometendo a recuperação do mercado interno. O programa de estímulos fiscais alemão totaliza cerca de 9% do PIB em 2020, enquanto que a média da Zona Euro não chegaria aos 5%. (The Economist (a), 2020)

De facto, a impossibilidade de resposta fiscal dos governos dos países do sul da Europa, como é o caso Portugal, França, Itália e Espanha, em contraponto com a capacidade de lançamento de pacotes de estímulos grandiosos pela Alemanha e outros países do norte da Europa, parte do histórico da crise das dívidas soberanas de 2010-2013, resultante da Crise Financeira Global. Neste período, os défices orçamentais aceleraram o aumento da dívida pública, com défices orçamentais a atingir os 15,1% do PIB na Grécia, 11,3% em Espanha e 11,3% em França em 2009, e os 11,4% em Portugal em 2010, segundo dados do Eurostat para a variável déficit/excedente orçamentais. Como resultado, o pânico entre investidores pelo incumprimento pelos países do sul originou a interrupção de compra *bonds* de dívida pública.

Incapazes de obter empréstimos, os países do Sul foram obrigados a pedir um resgate à Troika², de forma a honrar os seus empréstimos, com o *trade-off* de implementação de medidas de austeridade para controlo das dívidas públicas.

Em 2019, o espaço fiscal ainda não tinha sido criado pelos países que tiveram os maiores danos com a crise Covid-19 em 2020. Como é que um país como Portugal, Itália ou Grécia, com dívidas públicas de 132%, 154% e 200% do PIB em 2020 (ver *Figura 1* e Anexo II para mais detalhes sobre os dados) respetivamente, conseguem aumentar a dívida pública sem que os investidores entrem em pânico e em *sudden stop*³ perante a ameaça de um possível incumprimento, à semelhança da crise das dívidas soberanas? Inclusive, os países com um maior nível de endividamento têm de pagar taxas de juro mais altas sobre as dívidas públicas, a menos que o BCE os apoie.

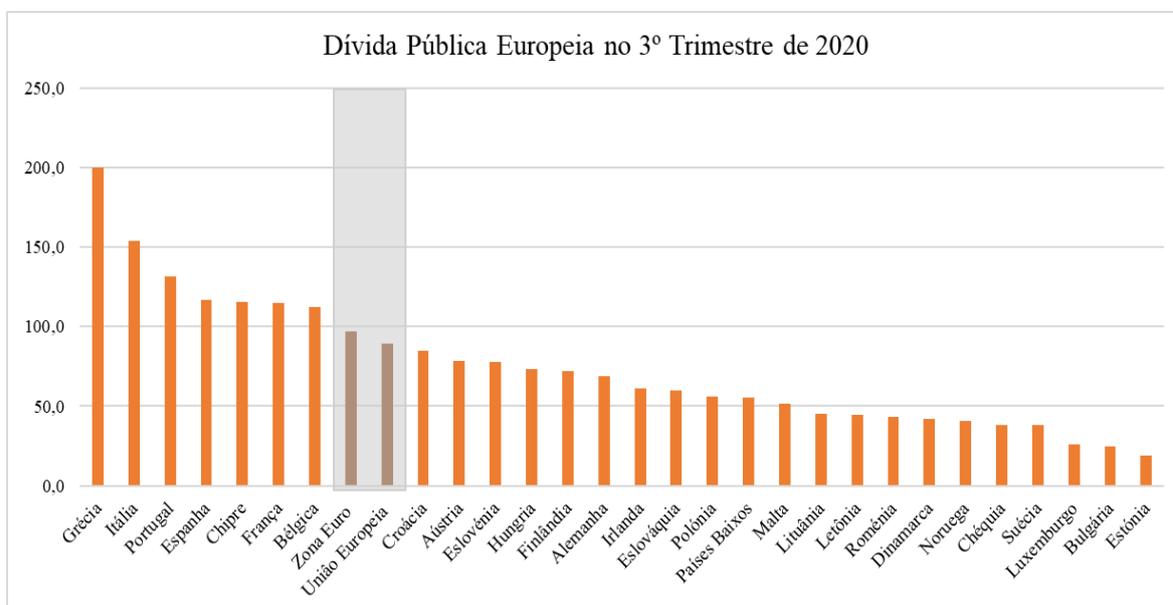


Figura 1 - Dívida pública europeia em percentagem do PIB

Fonte: Eurostat. (30 de Setembro de 2022). *Quarterly government debt*. Disponível em Eurostat: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10Q_GGDEBT__custom_159473/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=fb4f5a54-7857-4e10-970b-8dc0e5350384, visualizado a 18 de setembro de 2022.

² Troika é uma entidade *ad hoc* da crise das dívidas soberanas, constituída pela Comissão Europeia (CE), Banco Central Europeu (BCE) e Fundo Monetário Internacional (FMI) para gerir o resgate e os programas de ajuda da Grécia, Portugal, Irlanda e Chipre.

³ Após um período de estabilidade e crescimento económico, os investidores são levados a investir, o que leva a um momento de instabilidade e de pânico perante a perceção do risco assumido, traduzindo-se no *sudden stop* de financiamento. Este fenómeno cíclico foi descrito para explicar a crise financeira global de 2007-2008.

Assim, a discussão sobre a emissão de títulos de dívida pública comum veio à ribalta. Apesar de um *deja vú* aparente, se durante a crise das dívidas soberanas existia o receio *moral hazard*⁴ num contexto de crise da Covid-19 não há como apontar o dedo aos EM mais atingidos. Para além disso, no mercado único os efeitos da crise num país tem efeitos de arrastamento para os restantes. Todavia, se a atuação pecou por tardia durante a crise das dívidas soberanas, Christine Lagarde fez rapidamente apelos sistemáticos para a mutualização da dívida europeia, de forma a garantir que a resposta à crise da Covid-19 não é exclusiva de alguns países. (The Economist (b), 2020)

A emissão de títulos de dívida comuns surgiu como “potencial solução” para assegurar a recuperação europeia. O conceito de *Eurobonds* ou *Coronabonds* é um instrumento de dívida emitido e garantido por todos os países da Zona Euro. Significa a mutualização de dívida, na medida que todos os EM garantiriam coletivamente os reembolsos. Por outro lado, a nacionalidade do emitente de dívida não será conhecida, ou seja, os mercados não conhecerão se será Itália a emitir dívida ou a Alemanha. Desta forma, as taxas de juro sobre os *bonds* seriam transversais e independentes do emissor. O prémio de risco dependerá do nível médio da dívida soberana na UE e da perceção do mercado financeiro sobre a credibilidade da garantia conjunta de reembolso da dívida pública. Tal representa benefícios imensos para a prevenção de uma tempestade financeira, dinâmicas de crises consecutivas, bem como a contenção do aumento das dívidas públicas dos EM, mantendo a confiança dos mercados financeiros e o acesso a financiamento. (Badarau, Huart, & Sangaré, 2021)

Com este mesmo objetivo, a julho de 2020, o Conselho Europeu aprovou um empréstimo conjunto da EU de 750 biliões de euros⁵ através do mecanismo *Next Generation EU* (NGEU) e 100 biliões de euros através do programa SURE⁶, com o objetivo de apoiar os EM atingidos pela crise Covid-19, somando a um Quadro Financeiro Plurianual 2020-2027 de 1,07 trilião de euros. Como fim último, os programas pretendem suportar empregos e trabalhadores, empresas e os EM, de maneira a manter o consumo e, conseqüentemente, o emprego e o investimento. De referir que o programa NGEU corresponde a 7% do PIB da UE de 2019, e que, a par do programa SURE.

Como tal, a distribuição do dinheiro entre os EM segue um critério de necessidade, e não um critério baseada nas contribuições estatais. A Itália poderá receber fundos equivalentes a

⁴ Refiro-me ao conceito político de “Moral Hazard”, que surgiu no contexto da crise das dívidas soberanas para definir “um problema económico” para descrever o *bailout* dos países do Norte aos governos dos países do Sul (Pierret, 2019)

⁵ A preços de 2018, o que corresponde a 806.9 biliões de euros a preços correntes. Dados retirados do website da Comissão Europeia sobre o programa Next Generation EU, disponível em: https://europa.eu/next-generation-eu/index_en

⁶ O programa SURE é o instrumento europeu de apoio temporário para mitigar os riscos de desemprego em caso de emergência

cerca de 5% de seu PIB, enquanto que Portugal poderá vir a receber fundos equivalentes a 7% do PIB. Por outro lado, a Alemanha e a Holanda poderão receber fundos no valor de apenas 1% do PIB, que serão complementares aos seus programas de recuperação nacionais. No entanto, apesar da celeridade no desenho de uma solução, a burocracia europeia impediria uma resposta mais urgente, dado que estes fundos foram apenas distribuídos na segunda metade de 2021 que, a par com o Quadro Financeiro Plurianual, serão distribuídos por sete anos.

A política fiscal assumirá um papel central para a recuperação da economia europeia, alicerçada pela política monetária do BCE (analisada no subcapítulo 4.1. A política monetária do Banco Central Europeu). Considerando as projeções iniciais do impacto económico da pandemia, este teria sido significativamente pior na ausência de medidas de políticas fiscais contra cíclicas. A natureza e a dimensão inovadoras do fundo de recuperação NGEU contribuíram claramente para a redução significativa das *yields* das obrigações soberanas e aumentaram as perspetivas de uma recuperação sustentada na União Europeia. (The Economist (b), 2020)

Os fundos do NGEU são obrigações diretas e incondicionais da UE, garantidas pelos EM através do orçamento da UE. O pagamento dos empréstimos aos mercados financeiros será realizado entre 2028 e 2058. Para que tal aconteça, prevê-se o alargamento dos recursos próprios através do aumento de 0.6 p.p. do Rendimento Nacional Bruto da UE. (Comissão Europeia (a), 2021)

De notar que, apesar das fragilidades entre os países do Norte face ao Sul, enquanto legado da crise das dívidas soberana e o *moral hazard* de “pagarem” pelas irresponsabilidades deficitárias dos seus orçamentos públicos, a crise Covid-19 foi percecionada, transversalmente, como um problema comum e um choque simétrico. Esta perceção permitiu alcançar um marco histórico no projeto europeu que, sem uma visão comum para o futuro da Europa dos 27 EM, seria impossível de atingir. Por fim, o compromisso conjunto da UE para apoiar a recuperação económica de todos os EM, fez os investidores globais reavaliarem suas crenças sobre a resiliência da UE e do Euro.

2.2. A resposta fiscal dos Estados Unidos da América

Tal como na Europa, também nos EUA os efeitos da Covid-19 provocaram a diminuição do consumo que, por sua vez, provocaram o aumento do desemprego e a diminuição do investimento, devastando o PIB americano. Em ajuda às famílias e aos negócios, o pacote de ajuda americana foi iniciado com a administração de Donald J. Trump e teve continuidade com a administração de Joe Biden. Este pacote de estímulos histórico aumentou os rendimentos das

famílias norte-americanas em cerca de 6%, mesmo com uma taxa de desemprego a alcançar os 15%, a perda de 9.5 milhões de empregos no pico da pandemia. (The Economist (b), 2021)

Ora, importa analisar o desenho da resposta fiscal da economia dos EUA, de forma a compreendermos como é que, perante um cenário de perdas de rendimentos e de desemprego, os rendimentos da população norte-americana aumentaram.

O pacote de estímulos norte americano deu um salto de 0.9 triliões de dólares em dezembro 2020, para 2.8 triliões de dólares em 2021, com o aumento de 1.9 triliões de dólares em cheques de apoio às famílias. Tal corresponde a cerca de 14% do PIB pré-crise e um défice orçamental de 13.5% do PIB. O plano de apoio às famílias foi desenhado de forma a promover o acesso rápido e fácil a cheques monetários, de forma a aliviar as dificuldades económicas causadas pela pandemia. Ao longo da pandemia, foram distribuídos três: um primeiro de 1.200 dólares, um segundo de 600\$ e um último de 1,400\$, totalizando 3.200\$ por adulto para pessoas singular com rendimentos até 75 mil dólares anuais ou famílias com rendimentos até 150 mil euros anuais.

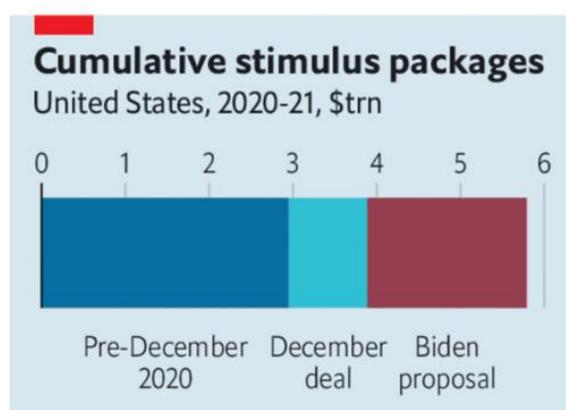


Figura 2 - Evolução dos pacotes de estímulos cumulativos 2020-201

Fonte: The Economist (c) (6 de Fevereiro 2021). Fiscal stimulus Why Joe Biden's proposed stimulus is too big.

No entanto, a expansão orçamental dos EUA inclui mais que os cheques de apoio às famílias. Inclui ainda subsídios de desemprego de 300 dólares, que foram estendidos para além de março 2021, num total de cerca de 0.3 triliões de dólares. Inclui uma diversidade de programas de apoio como: subsídios de seguro de saúde, subsídio para crianças para reduzir a pobreza infantil, ajuda estatal e local e dinheiro para escolas, restaurantes, pensões, proprietários

de casas, locatários, agricultores e funerários. O total representa 25% do PIB de 2019 e gastos de cerca de 6 trilhões de dólares, desde que o choque iniciou⁷. (The Economist (c), 2021)

Neste contexto, o tamanho do Estado nos EUA aumentou, implicando igualmente o aumento da dívida pública, em linha com a magnitude dos gastos públicos e com o colapso das receitas com impostos. Como podemos observar na *Figura 3*, enquanto que o déficit orçamental Norte Americano era cerca de 4,6% em 2019, em 2020 escalou para 15% em 2020, sendo que em 2021 a trajetória manteve-se atingindo os 12% do PIB, apesar de uma ligeira recuperação. Para os dados específicos ver Anexo III.

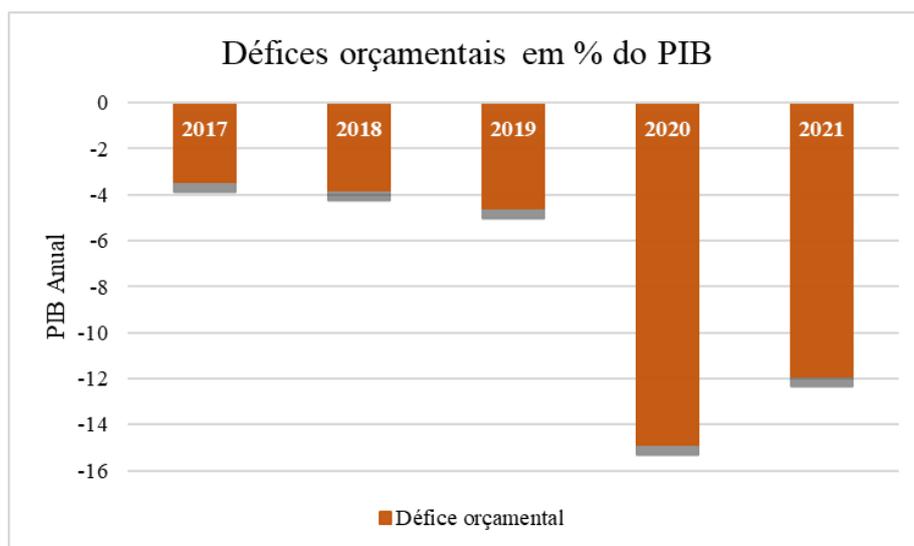


Figura 3 - Défices Orçamentais da Economia Norte-Americana, 2017-2018

Fonte: U.S. Office of Management and Budget and Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Surplus or Deficit [-] as Percent of Gross Domestic Product [FYFSGDA188S], disponível em FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/FYFSGDA188S>, 18 de setembro de 2022.

No entanto, os estímulos ao consumo não tiveram inicialmente os efeitos esperados, dado que, ao invés de aumentarem os gastos, as famílias acumularam poupanças. Normalmente, num ambiente macroeconómico deprimido, as famílias não conseguem constituir poupanças em

⁷ De notar que nos Estados Unidos, os Estados e os Governos Locais dependem fortemente de impostos sobre a venda de bens (equivalente ao IVA), sendo que os serviços estão isentos destes impostos. Durante a primeira vaga Covid-19, deu-se o receio de que as receitas fiscais dos Estados e dos Governos Locais entrassem em colapso, resultando em demissões em massa dos funcionários públicos.

Porém, devido ao distanciamento social, aos generosos apoios ao desemprego e às famílias, os gastos dos agentes económicos dirigiram-se principalmente em bens. Consequentemente, as receitas fiscais dos Estados e dos Governos Locais aumentaram, ao invés da previsão de queda.

Como tal, e de acordo com o artigo do *The Economist* publicado a 6 de fevereiro de 2021, a verba de despesa de 0,35 trilhões de dólares destinado aos Estados e dos Governos Locais incluídos no pacote de 2021 tornaram-se totalmente desnecessários.

tamanha quantidade, devido à queda do rendimento e à perda de emprego. Porém, com as políticas de apoio ao desemprego, teletrabalho e estímulos via cheque deu-se um aumento de rendimentos das famílias. Assim, os níveis de poupança das famílias aumentaram em cerca de 35%. Esta maior capacidade de poupança é explicada em parte por dois fatores: uma redução substancial nos gastos que se iniciou em meados de março 2020, com o encerramento da atividade económica em geral, devido ao choque Covid-19, e o estímulo do governo federal que proporcionou receitas inesperadas às famílias norte-americanas. Como se pode observar através da *Figura 4*, em abril de 2020, as famílias norte-americanas atingiram o pico de poupanças, com uma taxa de poupança de cerca de 33,8% (ver Anexo IV).

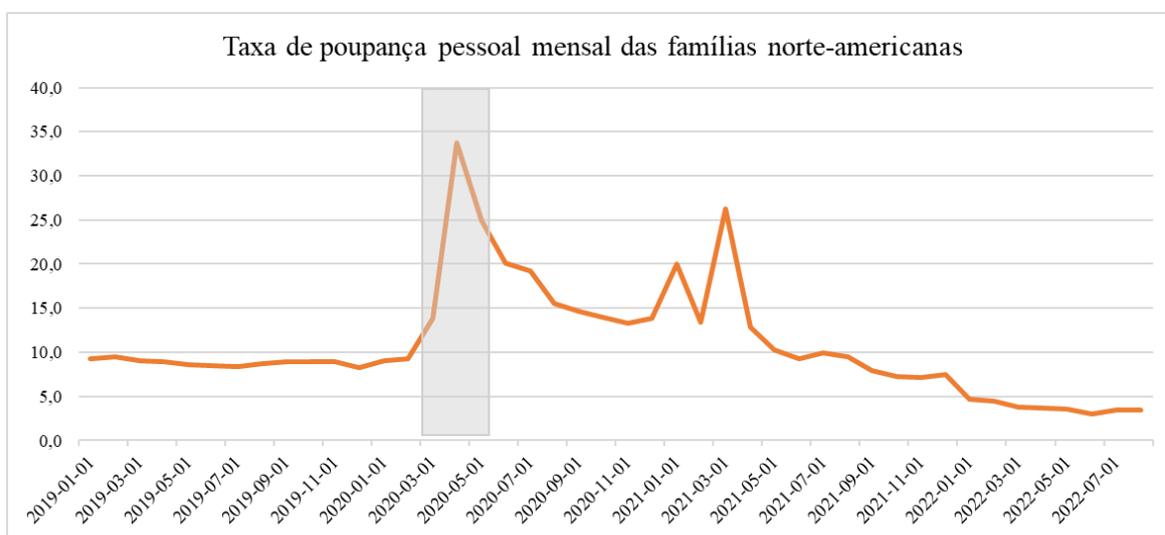


Figura 4 - Taxa de poupança das famílias Norte-Americanas

Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis, Personal Saving Rate [PSAVERT], disponível em FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/PSAVERT>, visualizado a 18 de setembro de 2022.

O estudo do Instituto JPMorgan de 2021 mostrou que as famílias mais desfavorecidas conseguiram poupar mais comparativamente com as famílias de médios e altos rendimentos. Os saldos das contas bancárias das famílias norte-americanas mais desfavorecidas eram cerca 40% maiores em relação ao ano anterior, em comparação com um aumento de 25% dos saldos das contas bancárias para as famílias norte-americanas com rendimentos médios e altos. (JP Morgan Institute, 2022)

O aumento de rendimentos das famílias coincidiu com uma menor oportunidade de consumo, especialmente no consumo discricionário⁸. Como resultado, as políticas de estímulo deram origem a uma poupança excessiva de cerca de 10% do PIB dos EUA. Outros dados apontavam para cerca de 2.6 trilhões de dólares de poupanças extra nos bolsos norte-americanos que, num cenário económico fechado, são impedidos de os gastar. Com o pacote de estímulos em marcha, os resultados levaram a um maior esperança na recuperação económica, outrora impensável durante a primavera de 2020. Ainda sem uma economia totalmente aberta, em Janeiro de 2021, as compras de retalho nos EUA foram 7.4% maiores em comparação com o ano anterior, devido aos cheques do governo. Por outro lado, com mais rendimentos extra os consumidores começaram a dar sinais de intenções de gastos para compensar viagens, jantares e outras experiências suspensas desde o choque da Covid-19. Assim, segundo a Goldman Sachs a previsão dos gastos das poupanças excessivas, constituídas durante a pandemia, na reabertura da economia aumentou a previsão do crescimento do PIB em cerca de 2%. Estes fatores apontaram para uma previsão de recuperação rápida para níveis pré-pandemia, sendo esperado que a economia americana em 2021 seja 6% maior em comparação com 2019. (The Economist (a), 2021)

O plano de apoio pandémico da administração norte-americana foi, efetivamente, uma experiência de políticas públicas. Os académicos que apoiam estas medidas aplaudem a eficácia e a desburocratização dos apoios à economia, que levou ao alívio das dificuldades económicas causadas pela pandemia. Dados apontam que num cenário sem o pacote de estímulos, a economia americana acabaria num *lagging behind* face ao seu potencial em cerca de 1.3% em 2021, permitindo que a economia dos EUA recuperasse mais de 90% dos 22 milhões de empregos perdidos durante as primeiras semanas da pandemia. (Parlapiano, Deborah B. Solomon, Ngo, & Cowley, 2022) Somando a isto, prevê-se a concretização de um plano de infraestruturas de 2 trilhões de dólares a dez anos (1.5 trilhão de dólares para infraestruturas e 0.5\$ trilhão de dólares para empregos). Em contraposição, os céticos apontam para um pacote de medidas exageradas e dispendiosas, com estímulos cerca de seis vezes maior em comparação com o necessário, sugerindo que o desenho de um pacote menor de estímulos de cerca de 950 biliões de dólares seria mais eficaz e impediria o *overheat* da economia, referindo que a expansão fiscal nos EUA acarreta riscos, dado que, no cenário pré-pandémico, a inflação aumentou 2.4%. (The Economist (a), 2021)

⁸ O consumo discricionário correspondem ao consumo de bens e serviços não essenciais, como é o caso de restaurantes, férias, cinema, ginásio, entre outros.

4. ANÁLISE DAS MEDIDAS DO BANCO CENTRAL EUROPEU E DO FEDERAL RESERVE SYSTEM

Assim, os mandatos do BCE e do FED estabelecem como objetivo promover a estabilidade de preços e a taxas de juro moderadas a longo-prazo. A somar, o FED estabelece ainda o objetivo de máximo emprego. Para tal, os bancos centrais necessitam de comunicar as decisões de política monetária ao público o mais eficazmente possível – o que facilita a decisão pelas famílias e empresas, reduz a incerteza económica e financeira, aumenta a eficácia da política monetária e a transparência e responsabilidade.

A estabilidade dos preços, medida através da inflação ao longo do tempo, é determinada pela política monetária – sendo estabelecido tanto pelo BCE como pelo FED o objetivo de 2% em média ao longo do tempo, incluindo períodos de inflação abaixo deste valor e outros períodos acima deste valor. Desta forma, as ações de política monetária tendem a influenciar a atividade económica – emprego e preços –, no entanto, com um *lag* temporal, acarretando riscos financeiros e económicos se as decisões monetárias não foram tomadas atempadamente. (Banco Central Europeu, 2022) (Federal Reserve System, 2022)

Com o choque macroeconómico da Covid-19, somou-se à tendência de manter as taxas de juro baixas a necessidade de injeção de dinheiro massiva nas economias. O FED e o BCE aplicaram medidas de emergência em resposta à recessão provocada pela Covid-19, principalmente em coordenação com as políticas fiscais desenhadas pelo governos.

A resposta dos Bancos Centrais contra o choque pandémico teve três objetivos principais:

1. Estabilizar os mercados
2. Proteger o fornecimento de crédito
3. Contrariar o impacto adverso da pandemia na inflação projetada

Contudo, esta expectativa de intervenção dos bancos centrais nas economias não é “normal”, sendo uma herança da CFG. Walter Bagehot, um ex-editor do *The Economist*, referiu-se à transformação do papel dos bancos centrais para credores de último recurso, financiando papel comercial e *bonds* governamentais, a fim de evitar pânicos financeiros. Assim, as consequências das intervenções duraram até ao contexto atual, existindo a expectativa da intervenção dos bancos centrais perante a nova crise da Covid-19. (The Economist, 2022)

Apesar do debate sobre o *moral hazard* relacionado com uma menor advertência ao risco por parte de investidores, bem como sobre a perda de independência dos bancos centrais, o ambiente macroeconómico durante a pandemia Covid-19 reforçou a necessidade desta intervenção. De facto, os bancos centrais tiveram um papel central no suporte às medidas fiscais governamentais. Desta forma, o desafio da política monetária pode ser dividido numa primeira

fase no combate ao choque inflacionário negativo causado pela pandemia e, numa segunda fase, a deterioração a longo prazo de uma inflação expectável. (English, Forbes, & Ubide, 2021)

Como tal, neste capítulo serão analisadas as reações do BCE e do FED ao mais recente choque económico, de forma a compreendermos o seu impacto no apoio às políticas de estímulo fiscal implementadas neste mesmo período.

4.1. A política monetária do Banco Central Europeu

Recordemos o contexto descrito no subcapítulo 2.1. A resposta fiscal da União Europeia onde foi analisado a trajetória dos países do sul e a inexistência de espaço fiscal para adotar políticas contra-cíclicas face ao choque Covid-19, num ambiente europeu macroeconómico pré-pandémico com a política monetária não convencional enquanto o novo normal. Para além disso, para o BCE o principal objetivo da política monetária é manter a estabilidade de preços, o que significa garantir que a inflação permaneça baixa, estável e previsível. Para concretizar este objetivo, o BCE procura ancorar as expectativas de inflação e influenciar a “temperatura” da economia, garantindo que as condições monetárias sejam adequadas – nem inflacionárias, nem deflacionárias. Para este mesmo fim, o BCE detém um conjunto de ferramentas de política monetária. Tradicionalmente, e num ambiente macroeconómico normal, é utilizada a ferramenta monetária convencional: a variação da taxa de juro. A partir da crise das dívidas soberanas, o BCE passou a recorrer à política monetária não convencional, isto é, a utilização de ferramentas que não a alteração da taxa de juro para influenciar a económica. (Banco Central Europeu, 2022)

Porém, a política monetária do BCE já era acomodatória antes da pandemia, por uma inflação a rondar os 1,6%, abaixo do target de média de 2% de inflação definido. Como exemplo, apresenta-se as medidas adotadas a setembro 2019, num contexto macroeconómico estável e sem previsões de crise:

- a principal medida de política monetária (a taxa de juro da facilidade de depósito) baixou para -0.5%;
- regresso ao Programa de Compras de Ativos (APP) a um ritmo de compras de ativos de 20 biliões por mês;
- Emissão da 3ª série do programa de TLTRO III – operações de refinanciamento de longo prazo.

Já em 2020 e em 2021, o BCE emitiu medidas preventivas para impedir que o choque macroeconómico provocado pela Covid-19 se transformasse numa crise económica nos países do sul da Europa. Assim, a 12 de março, o BCE decidiu a compra de mais de 120 biliões de

euros de ativos no contexto do programa APP. A 18 de março (i) foi desenhado o programa Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) para permitir uma maior flexibilidade das compras ao longo do tempo, entre classes de ativos e entre jurisdições para apoiar a transmissão suave da política monetária, (ii) foi revista a estrutura e o preço do programa TLTRO, para torná-lo mais acomodatório, de forma a proteger a oferta de crédito e, por fim, (iii) foram suspensas as medidas de supervisão. (English, Forbes, & Ubide, 2021)

Desta forma, o BCE apoiou os países do sul, apoiando a concessão de crédito a taxas de juro a 0% através do PEPP. Foram comprados mais de 1.85 biliões de euros de títulos de dívida pública até março 2022, diretamente aos bancos e empresas, e, em especial dos países do sul – mais afetados com a crise Covid-19 e com menos espaço para resposta – suportando o investimento e o consumo. Desta forma, o aumento da oferta de títulos de dívida pública dos países do sul (causado pelo aumento de seus défices orçamentais) foi atendido por um aumento da procura desses mesmos títulos através do BCE. Isto permitiu que o preço dos títulos de dívida pública não caísse e o *yield* não aumentasse. Nesta sequência, os países do sul tiveram acesso a dinheiro do BCE, em troca desses títulos, a taxa de juro próxima de zero, permitindo-lhes financiar os défices para combaterem a pandemia. Esta medida terá evitado uma nova crise financeira.

O BCE garantiu que as preocupações de curto-prazo das empresas e famílias não impedissem empréstimos – amparasse o investimento e o consumo –, de forma a contrariar a incerteza macroeconómica, mantendo a solvência dos bancos com empréstimos a taxas de juro baixas. Portanto, foi dada maior flexibilidade nos ativos colaterais aceites pelos bancos, preservando o papel vital de *lenders* por parte dos bancos. Note-se que a política monetária é transmitida à economia real através do "canal de empréstimos bancários", através de mudanças do nível e da composição do crédito bancário. Ainda, foi preservada a estabilidade financeira na cooperação internacional através do aumento de reservas de moedas de bancos centrais estrangeiros, as chamadas *swap lines*, enquanto acordos para câmbio de moeda para manter a liquidez da moeda estrangeira quando há distorções de mercado. (Parlamento Europeu, 2021)

Por outro lado, com a continuidade da operação PEPP, prevê-se que os *bonds* emitidos para financiar o programa NGEU sejam adquiridos na sua quase totalidade pelo BCE. Dado que estes são considerados ativos seguros, enquanto dívida pública mutualizada, e garantida pela UE, o BCE posicionou-se enquanto principal comprador de cerca de metade dos 850 biliões de euros de *bonds* comuns emitidos. Em suma, os *bonds* comuns emitidos continuarão no euro-sistema, reduzido a diversidade de investidores na dívida europeia e, por sua vez, impedindo a internacionalização do euro (Capolongo, Eichengreen, & Gros, 2020).

De ressaltar que, apenas após a crise das dívidas soberanas, o BCE implementou esquemas de *quantitative-easing*. No entanto, a austeridade fiscal resultou num crescimento fraco e numa inflação aquém do objetivo do BCE. Porém, durante a crise pandémica, o BCE ampliou os seus balanços, implementando novamente esquemas de *quantitative-easing* associados a estímulos fiscais, permitindo a manutenção dos níveis de emprego e o aumento de inflação. (The Economist (e), 2021)

No entanto e ironicamente, através das políticas fiscais e monetárias, os governos realizaram pagamentos de *lay-off* aos trabalhadores impossibilitados de trabalhar devido a confinamentos. Porém, e também devido a confinamentos estes trabalhadores não tiveram gastos com parte do dinheiro, resultando em maiores níveis de poupança. Durante os anos 2020 e 2021, em que existiram vários períodos de *lockdown*, as famílias da UE pouparam 12,35% do seu rendimento e 10,58%, respetivamente. Estas poupanças foram colocadas em depósitos bancários. Por sua vez, os bancos utilizaram estes mesmos depósitos para comprar parte dos títulos de dívida pública emitida pelos governos para realizarem estes pagamentos de *lay-off*.

Apesar desta “pescadinha de rabo na boca”, os resultados das políticas monetárias levaram ao aumento da procura pública, contrabalançando a diminuição da procura privada. Tal, permitiu reduzir os impactos da crise Covid-19 no desemprego, no investimento e no consumo. Contudo, perante as políticas de financiamento de défices fiscais, os governos irão continuar a pressionar o BCE para manter uma política monetária flexível, levando a inflação e ao não cumprimento do critério de independência dos bancos centrais.

4.2. A política monetária do Federal Reserve System

Tal como previamente referido, o FED utiliza a política monetária para promover o emprego máximo, preços estáveis e taxas de juros moderadas a longo prazo. Na prática, a política monetária do FED é implementada em contramarche face ao clima económico, isto é, apertando a política quando a economia está aquecida e com perigo de alta inflação, e expandindo quando a economia enfraquece. (Federal Reserve System, 2022)

Os mercados financeiros dos EUA começaram a reagir à propagação da Covid-19 no início de março. Em 2020, a pandemia criou uma enorme incerteza, constringendo o consumo das famílias e impedindo as empresas de tomar decisões de investimento ou de fornecimento. Por isto, a pandemia da Covid-19 foi o golpe mais severo na economia dos EUA desde a Grande Depressão. Assim, o tsunami de estímulos fiscais foi acompanhado por compra de *bonds* e políticas monetárias de igual magnitude.

A 20 de março de 2020 foram aprovadas pelo Congresso o primeiro conjunto de medidas de combate à pandemia Covid-19. As seguintes medidas foram aprovadas em

dezembro 2020 e março 2021. Segundo Clarida, R. et al (2021), as políticas monetárias do FED em resposta à Covid-19 podem ser divididas em quatro categorias principais:

- A primeira inclui as medidas de política monetária convencionais, como exemplos a diminuição da taxa de juro de referência, a comunicação sobre as medidas futuras, o redimensionamento de programas para comprar títulos do Tesouro e títulos garantidos por hipotecas de agências (MBS), bem como operações de acordo de recompra (*repo*);
- A segunda categoria são medidas para fornecer liquidez e financiamento para apoiar o funcionamento do mercado monetário. Alguns exemplos são a janela de descontos para empréstimos, os programas *Commercial Paper Funding Facility*, *Primary Dealer Credit Facility*, *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* e as *swaps lines* aos principais parceiros dos EUA;
- Em terceiro lugar, encontram-se as medidas para apoiar mais diretamente o fluxo de crédito para famílias, empresas e governos estatais e locais. Exemplo destas medidas são *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, as Linha de Crédito Corporativo do Mercado Primário e Secundário, o *Main Street Lending Program*, as linhas para a liquidez municipal e o *Paycheck Protection Program Liquidity Facility*.
- Por fim, e no quarto grupo, são incluídas adaptações temporárias nas regulamentações e práticas de supervisão para incentivar os bancos a apoiar o fluxo de crédito para seus clientes domésticos e empresariais. Nesta categoria encontra-se incluído o incentivo do FED aos bancos para utilizarem os *buffers* de capital e liquidez para empréstimos a famílias e empresas, medidas para facilitar a entrada de depósitos de clientes em bancos para aliviar as tensões no mercado do tesouro dos EUA, os testes de stress para identificar as posições de capital dos bancos e as modificações nos créditos para aliviar empresas e famílias durante a pandemia.

Assim, o Choque Covid-19 implicou uma resposta concertada e magnânima do FED de apoio às políticas fiscais, previamente apresentadas no capítulo 2.2. A resposta fiscal dos Estados Unidos da América. Neste contexto, Orphanides (2021) indicou que o FED criou tantas reservas quanto tinha sido criado nos seus primeiros 100 anos. Isto cria um problema de estímulos, que se repercute num teste à credibilidade do FED, devido ao aumento da dívida e a inflação ou, em contraponto, a incapacidade de escape à armadilha de liquidez e inflação baixa. No entanto, em resposta ao “helicóptero de dinheiro”, os resultados dos estímulos fiscais em conjunto com os estímulos monetários levaram a que a capacidade das famílias e empresas para gastar aumentasse. Só durante o primeiro ano da pandemia foram realizados empréstimos a famílias e a empresas de cerca de 19% do PIB norte-americano, associando ainda um pacote de medidas fiscais. Já em 2021, os empréstimos foram diminuídos para 15% do PIB. No entanto, a

política monetária encontra-se associada a um pacote de estímulos de 1.9 trilhões de dólares para apoio às famílias e ainda uma nova proposta de investimento em infraestrutura de cerca de 2 trilhões de dólares, a financiar com receitas de uma nova taxa criada pelo governo dos EUA. (The Economist (c), 2021)

Em paralelo, ajudou mais a impulsionar o poder estatal nos EUA, para além de desvirtuar a independência do FED face às medidas fiscais. Ora, para uma melhor compreensão efetiva do problema, o governo dos EUA cria dívida através de investidores, que recebem *bonds* em troca enquanto ativos colaterais. Por sua vez, o governo distribui o dinheiro a famílias e a empresas para amparar o consumo e o investimento. Face a isto, o governo recebe impostos sobre a compra e a venda de produtos derivados do consumo estimulado pelo próprio governo, que compensa a nova dívida a taxas de juro – mantidas baixas pelo FED. Porém, com a crise Covid-19 foi dado um novo passo com a implementação de medidas de *quantitative-easing* pelo FED. Através desta ferramenta da política monetária não convencional, foi criado novo dinheiro para a compra dos *bonds* que o governo emitiu para financiar as políticas fiscais. Na prática, o FED financiou a distribuição de dinheiro para famílias e empresas através do Estado. Posto isto, e perante a impossibilidade de consumo devido ao encerramento da economia, as famílias norte-americanas acumularam dinheiro. Assim, os depósitos comerciais nos EUA aumentaram 35%, passando de 13.5 trilhões de dólares em 2020 para 18 trilhões de dólares em 2021. Assim, soaram os alarmes sobre uma previsível onda inflacionária. Ora, nesta linha, surge um novo paradigma sobre a origem da inflação: que a inflação também pode ser fiscal. (The Economist (e), 2021)

A 15 de dezembro de 2021, com previsões de aumento dos preços ao consumidor em cerca de 6.8%, anualmente, o FED reconheceu que a inflação tornou-se uma ameaça à estabilidade macroeconómica, apesar de indicar que seria um fenómeno temporário. No entanto, a inflação alta encontrava-se associada a um nível de emprego aquém do nível máximo de emprego, com menos de 4 milhões de postos de emprego em relação ao número pré-pandemia. Assim, na recuperação económica e graças às medidas implementadas, os índices de preços aumentaram muito acima do que a inflação-alvo de 2% do FED, – apesar de um objetivo de médio prazo, que prevê períodos acima e abaixo da inflação-alvo – e que não é só explicada por escassez e disrupções da cadeia-de-valor global (por exemplo: os preços de carros usados subiram também). Com efeito, existe o perigo de que os atuais níveis de inflação se tornem permanentes, o que provoca a pressão no aumento de salários. Porém, um ciclo de políticas monetárias mais apertadas já foi iniciado, sendo que o FED cessou a compras de ativos, antes de ter começado a aumentar as taxas de juro.

5. O CRESCIMENTO ECONÓMICO PÓS-COVID-19

Nos capítulos anteriores analisámos as políticas orçamentais e monetárias das economias da UE e dos EUA. Ao contrário do esperado, ambas as economias não tiveram uma queda tão abrupta quanto previsto, e a recuperação foi bem mais rápida que o antecipado. De facto, as previsões, em 2020, apontavam para um fraco crescimento na UE nos EUA em 2021, sendo que no último trimestre deste mesmo ano fechou com um crescimento de 5,4% e 5,7% do PIB, respetivamente. Esta recuperação rápida foi alcançada devido a medidas de cerca de 5% do PIB dos gastos de governo em programas de *lay-off*, como na UE, e em subsídios e cheques de 10% do PIB, nos EUA. (The Economist (d), 2021)

Já observado ao longo deste trabalho, tanto o “helicóptero de dinheiro”, como as políticas monetárias foram mais agressivas nos EUA, o que resultou num crescimento maior em comparação com a UE. Esta desaceleração do crescimento vem do período da CFG, com a UE a apresentar um crescimento de mais 12% apenas face a 2007 e os EUA a apresentar um crescimento de 22% face a 2007. Ao longo dos anos pós-2011, o crescimento económico mundial pautou-se enquanto fraco, com a FBCF nos EUA a crescer abaixo do 1% entre 2016-2020, enquanto que na UE a FBCF diminuiu. A produtividade nestes anos também manteve-se estável, com um crescimento irrisório de 58,3 para 54,5 entre 2016 e 2019, na UE, e nos EUA de 69,3 para 71,5⁹. Também o consumo teve uma taxa de crescimento de 9,1% e 13%, na UE e nos EUA, respetivamente. Assim, em 2019, as taxas de crescimento do PIB nos EUA foi de 1,83%, e da UE de 2,29%.¹⁰

A questão sobre o crescimento pós-pandémico para a UE vinculou-se à incerteza sobre a capacidade de escapar à armadilha de liquidez, sendo que, de facto, a crise pandémica Covid-19 poderia representar uma nova crise.

Mesmo com um pacote de medidas de apoio às famílias e empresas, a economia europeia encolheu em cerca de 6% do PIB em 2020, o dobro dos EUA (3,4%). O crescimento em 2021, esse também parece ter ficado aquém, com previsões de 3,7% contra as previsões de 7% nos EUA. Para compreendermos estes resultados insatisfatórios, importa ter em conta os problemas estruturais que empurram a União Europeia para a armadilha de liquidez:

- Pirâmide demográfica invertida, com uma população envelhecida e com fraco crescimento populacional;

⁹ A produtividade é considerada um motor central para o crescimento económico e a melhoria dos padrões de vida das populações a longo prazo.

¹⁰ Os dados encontram-se disponibilizados da base de dados da OCDE Data: <https://data.oecd.org/>

- O histórico de uma crise financeira que ocorreu sem instituições macroeconómicas da Zona Euro consolidadas e experientes, a somar a respostas fiscais inadequadas, implicando o esmagar do PIB europeu e uma recuperação da crise mais árdua;

Tal, explica um desempenho inferior crónico da UE em relação aos EUA. (The Economist (a), 2021)

No entanto, e como foi observado a expansão fiscal dos EUA acarreta riscos, já que num contexto pré-pandémico os EUA já registavam uma inflação de 2,4%. O estudo do *The Economist* (2021) (d) reuniu dados sobre poupança das famílias e concluiu que, num cenário hipotético sem pandemia, as famílias norte-americanas teriam poupado cerca de 3 triliões de dólares durante os primeiros nove meses de 2020. No entanto, na realidade, com pandemia, as famílias norte-americanas pouparam cerca de 6 triliões de dólares, o que implica uma “poupança em excesso” de cerca de 3 triliões de dólares. De referir que o estímulo fiscal dos EUA foi grande em comparação com os outros países.

Em contraponto, e como previamente referido, na UE existe uma inflação baixa já há muito, ou seja, não existiu medo “de uma inflação alta” provocada por um programa de fiscal como nos EUA.

Assim, as taxas de juro de referência aplicadas pelo BCE têm apresentando-se mais baixas (sendo até negativas), comparativamente com as taxas de juro de referência dos EUA, tal como demonstrado na tabela seguinte.

Tabela 2 - Evolução das taxas de juro de referência nos EUA e na UE

	Fed Funds	Euribor a 12 meses
2019-01-01	2,40	-0,121
2020-01-01	1,55	-0,248
2021-01-01	0,09	-0,502
2022-01-01	0,08	-0,499
2022-09-01	2,56	2,5

Fonte: Federal Funds Effective Rate, Percent, Monthly, Not Seasonally Adjusted, disponível em FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/> visualizado a 1 de outubro de 2022.

Euribor interest rates, disponível em Euribor Rates, <https://www.euribor-rates.eu/en/euribor-rates-by-year/> visualizado a 1 de outubro de 2022.

Destarte, apesar de algumas economias europeias terem grande défices orçamentais e dívidas públicas, no global, a média da dívida da UE é menor que nos EUA, tal como pode ser observado no gráfico seguintes (ver Anexo V).

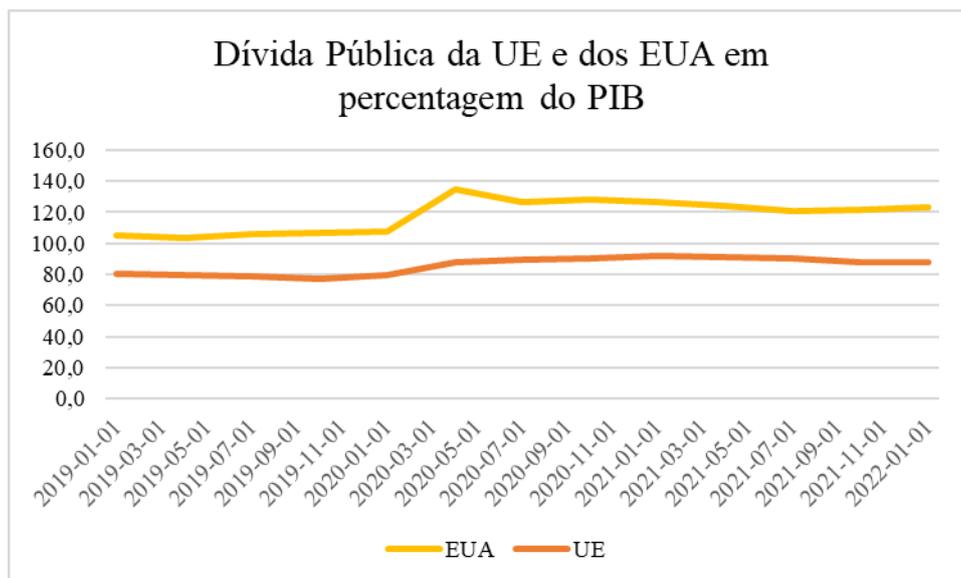


Figura 5 - Dívida Pública da UE e dos EUA em percentagem do PIB

Fonte: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Quarterly, Seasonally Adjusted disponível em FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis;

<https://fred.stlouisfed.org/> visualizado a 1 de outubro de 2022.

Quarterly government debt disponível em Eurostat,

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10Q_GGDEBT__custom_159473/default/table, visualizado a 1 de outubro de 2022

Um dado interessante sobre a dívida pública europeia é que, após o segundo trimestre de 2021, a dívida pública seguiu uma tendência decrescente, tal como se pode perceber através da Figura 6. Por exemplo, a Grécia atingiu uma dívida pública de 209% em 2021 para 189% em 2022. Tal, poderá demonstrar o carácter substitutivo e a eficácia das medidas fiscais da UE em conter o endividamento dos EM. (ver Anexo VI) Simultaneamente, o crescimento foi transversal na economias europeias

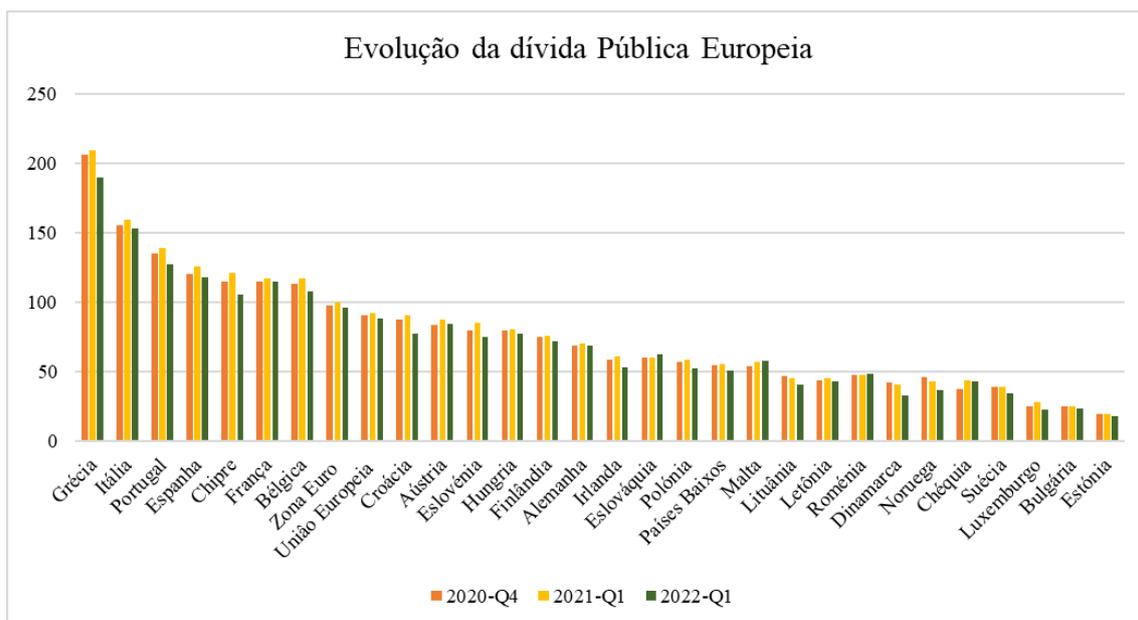


Figura 6 - Evolução da dívida pública europeia em % do PIB, entre 2020 e 2022

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10Q_GGDEBT__custom_159473/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=fb4f5a54-7857-4e10-970b-8dc0e5350384, visualizado a 30 de setembro de 2022

No entanto, de notar que o crescimento económico interno a estas economias foi pautado por desigualdades: por um lado existiam os trabalhos de colarinho branco que podiam teletrabalhar, em contraste com os trabalhadores essenciais – enfermeiros, médicos, profissionais de limpeza, funcionários de supermercado – que foram expostos à Covid-19 e em trabalhos com alto risco, ainda em contraponto com as indústrias não essenciais com trabalhadores a ficar no desemprego ou em regime de *lay-off*. Como tal, as famílias com rendimento mais elevado começaram a poupar muito mais rendimento.

No pós-pandemia, com a reabertura económica, as famílias obtiveram mais possibilidade de aumentar gastos, com os apoios fiscais que aumentou os rendimentos. No entanto, o estudo do *The Economist* mostrou que esta capacidade é diferente entre países. Se, por um lado, o Reino Unido e a UE tiveram um menor aumento do consumo, os EUA e o Japão tiveram um crescimento mais drástico do consumo das famílias no pós-pandemia.

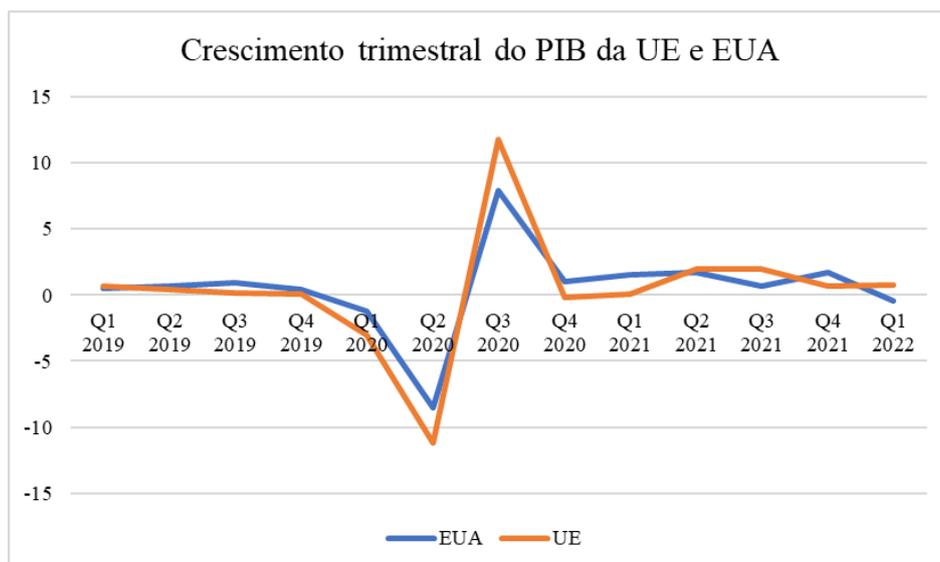


Figura 7 - Crescimento trimestral do PIB da UE e dos EUA

Fonte: GDP growth (annual %), disponível em World Bank Data, https://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?most_recent_value_desc=true visualizado a 1 de outubro de 2022.

O crescimento entre as economias avançadas foi bastante distinto, isto devido a fatores estruturais. O crescimento do PIB foi de 1,5% nos EUA em comparação com o crescimento do PIB da UE de 0,1% durante o último trimestre de 2021. A queda do PIB foi mais amparada na economia norte-americana durante a Covid-19. No entanto, denota-se que durante o terceiro trimestre de 2020, a UE teve um crescimento mais expressivo. (ver Anexo VII) Para além disso, o consumo privado nos EUA superou os 6,9%, para um crescimento do PIB de 5,7% em 2021. Na UE, o consumo privado alcançou os 4,2% para um PIB de 5,3% no mesmo ano. Também o investimento teve uma tendência similar ao consumo privado, atingindo os 6,1%, superior aos 4% da UE em 2021¹¹. Quanto às importações, e derivado ao aumento do consumo privado, nos EUA existiu um aumento exponencial já durante a pandemia foi de 3 625 890 bilhões de dólares no último trimestre de 2021, um valor recorde na história americana, com um crescimento de 19% face ao mesmo período em 2019 (pré-pandémico), segundo a base de dados FRED¹². Por outro lado, registando um défice de 4,2 bilhões de euros no comércio de mercadorias com o resto do mundo em outubro de 2021, em comparação com um superavit de 28,2 bilhões de euros em outubro de 2020. (Eurostat, 2021) Por fim, analisando as exportações na Zona Euro,

¹¹ Os dados encontram-se disponibilizados da base de dados da OCDE Data: <https://data.oecd.org/>

¹² Os dados foram retirados da base de dados FRED disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/IMPGS>

compreendemos que o seu crescimento foi de 21%, entre 2020 e 2021, contrastando com um decréscimo de 7% no período homólogo. Isto pode estar relacionado com o grande aumento de consumo por produtos de um importante parceiro comercial, os EUA. Segundo o relatório do Eurostat, os principais parceiros comerciais são a China e os EUA. Entre janeiro-maio de 2021 e janeiro-maio de 2022, as exportações para os EUA aumentaram em 29,6% - o valor mais elevado entre todos os principais parceiros comerciais. (Eurostat, 2022)

Nos EUA entre o período 2020 e 2021, as exportações apresentaram um aumento de 23%, enquanto que no período homólogo decresceram em cerca de 13,2%, segundo dados da World Trade Organization. No entanto, considerando que os países ainda continuavam com restrições à mobilidade, compreende-se que a maioria das exportações são de bens, ou seja, países industrializados, enquanto que os países tipicamente dependentes do setor de serviços do turismo, obtiveram um menor crescimento das exportações.

O grande destaque foi para os EUA onde os gastos das famílias recuperaram ainda mais rápido do que o PIB, dado que grande parte da procura foi por bens importados. Assim, dado que a economia dos EUA é mais orientada para serviços em comparação com outras economias avançadas, e reconhecendo que a atividade económica esteve restringida, a procura doméstica orientou-se para o consumo de bens e não serviços. Neste sentido, a recuperação económica dos EUA aumentou o défice comercial nos EUA à medida que o crescimento das importações tem vindo a crescer e as exportações têm vindo a diminuir. A representação desta tendência refletiu-se na Balança de Comercial de Pagamentos, sendo que no segundo trimestre de 2022 encontrava-se negativa, a atingir valores de -251 090 milhões de dólares, segundo os dados obtidos no FRED (novamente, um valor recorde na história norte-americana). Um constrangimento a um maior consumo de bens importados encontra-se relacionado com os *bottlenecks* nas cadeias-de-valor globais. Um exemplo é a China que, com uma política de Covid Zero, parou a produção e a atividade económica de vários produtos perante o surgimento de um caso de infeção, impactando a produção de países dependentes dos seus bens produzidos. Neste contexto, a crise dos semicondutores prejudicou a produção global de uma variedade de bens, como automóveis e computadores, e afetou as exportações em economias avançadas. Apesar da Balança Comercial negativa, nem tudo são más notícias, dado que o aumento de importações significa o aumento de receitas de impostos sobre produtos importados.

Também economia europeia está num processo de recuperação mais rápido do que o esperado. De acordo com as previsões do outono de 2021, o crescimento do PIB da UE rondaria os 5%, 4,3% e 2,5% em 2021, 2022 e 2023, respetivamente. Projetou-se ainda que as taxas de crescimento da área do euro fossem idênticas às da UE em 2021 e 2022 e 2,4% em 2023. Apesar disso, o crescimento económico retraiu-se com o início da ofensiva Russa à Ucrânia, não

sendo possível analisar o seu potencial pós-Covid, *ceteris paribus*. (Comissão Europeia (b), 2021)

Como analisado, o choque na economia da UE é simétrico na medida em que a pandemia atingiu todos os Estados-Membros, mas tanto a queda da produção em 2020 (de -4,25% na Polónia para -9,75% na Grécia) como a recuperação em 2021 dependeram da estrutura económica de cada país e da evolução do vírus, dado que os EM com mais população vacinada são mais resilientes a novos choques Covid-19. Simultaneamente, a interdependência das economias do Mercado Único resulta que a dinâmica da recuperação em cada EM provoca um efeito dominó, sustentando a recuperação de outros EM. A ação coletiva a nível da UE garantiu o desenvolvimento, a aquisição rápida e a distribuição coordenada de vacinas Covid-19, permitindo mitigar efeitos de novas vagas. A esta resposta conjunta, juntou-se as medidas fiscais e políticas que resultaram num menor o impacto económico da crise sobre as famílias, os trabalhadores e as empresas do que o inicialmente previsto.

No entanto, podem existir divergências de crescimento intra-UE, dado que a composição da atividade económica pré-Covid-19 de cada EM afeta a recuperação. Considerando a natureza do choque, os setores relacionados com os serviços foram os mais afetados, tendo em conta as restrições de mobilidade e os *lockdowns*. Por outro lado, a procura foi direcionada ao consumo de bens e, portanto, os países com uma estrutura económica focada na indústria podem ter sido beneficiados. Já, os países dependentes das exportações de serviços, como o turismo, foram os mais prejudicados. Tal como o artigo da Bruegel demonstra, pode existir uma máscara na recuperação pós-Covid-19 em certos países da UE, devido aos apoios fiscais que mantêm artificialmente empresas em iminência de insolvência. (Demertzis, 2021)

As ações dos bancos centrais por si só não seriam eficazes no combate à crise Covid-19, dado que foram as medidas fiscais a amparar o consumo e os empregos. As medidas monetárias tiveram um papel de suporte às políticas fiscais, ao garantirem a continuidade de concessão de crédito barato ao setor privado e, mais importante, aos governos. Estes conseguiram financiar-se para conceder dinheiro às famílias e empresas afetadas pela crise, emitindo *bonds* que foram adquiridos pelos bancos centrais enquanto ativos colaterais.

3. CONCLUSÃO

O presente trabalho centrou-se na comparação entre as principais medidas fiscais e monetárias aplicadas na UE e EUA durante o período da crise Covid-19, em 2020 e 2021. Pretendeu verificar-se a sua eficácia através dos principais parâmetros de recuperação económica. Para atingir este objetivo, foi analisada a evolução do consumo privado e público, do investimento e do PIB no período pós-Covid, ou seja nos últimos trimestres de 2021 e início de 2022. Procurou-se ainda compreender as dinâmicas de poupança das famílias europeias e norte-americanas durante o período de implementação dos estímulos fiscais e a evolução das importações e exportações.

Foram descritas as medidas fiscais e monetárias tomadas na UE e nos EUA, tendo-se verificado um papel *pivot* das políticas fiscais para evitar uma recessão económica, suportadas pelas políticas monetárias. Na UE foi encetada uma estratégia de apoios fiscais para amparar a queda do PIB. Numa economia com problemas estruturais como uma população envelhecida, e uma recuperação fraca pós-CFG, a crise da Covid-19 teve um impacto agressivo, especialmente dado o curto espaço fiscal dos países do sul. Em resposta, a UE, num esforço concertado, desenhou novos programas de investimento através da emissão de *bonds* comuns a todos os EM, com o fim de garantir uma capacidade de resposta de todos os governos perante um choque simétrico.

Com esta ferramenta inovadora de financiamento foi implementado o programa SURE, para proteção de rendimentos aos cidadãos. Os EM centraram-se em apoios aos *lay-offs* evitando o aumento do desemprego e garantindo a estabilidade de rendimentos na população europeia. Por outro lado, e com o objetivo de lançar a recuperação económica pós-pandemia, a mesma ferramenta serviu para o desenho do NGEU, que se foca na distribuição de fundos pelos EM. Por sua vez, estes são obrigados a apresentarem um plano de recuperação com os setores a investir. Assim, serão gastos mais de 750 biliões de euros para apoiar a recuperação económica, sustentada pela dívida conjunta europeia e evitando o aumento dos défices dos países do sul. Mais interessante ainda foi ao descoberta sobre que os EM seguirem uma tendência de diminuição da dívida pública após a entrada em vigor dos planos de recuperação, demonstrando a eficácia das políticas fiscais europeias.

Neste contexto, o BCE foi responsável pelo apoio às políticas fiscais, garantindo a concessão de crédito a famílias e empresas a taxas de juros negativas. Para além disso, foi ampliada a lista dos ativos colaterais aprovados, sendo aceites a compra direta de títulos de dívida pública pelo BCE, numa continuidade de política monetária não convencional. Compreende-se que todas as medidas do *toolkit* do BCE foram aplicadas para garantir a fluidez do mecanismo de transmissão de moeda, oferecendo “a moeda necessária” pelo mercado a uma

taxa de juro baixa, financiando famílias, empresas e governos para evitar um choque deflacionário.

A recuperação económica nos EUA foi impulsionada pelo grande pacote de estímulos fiscais iniciados na administração Trump e completados com Joe Biden. Durante 2020 e 2021 foram injetados mais de 5 triliões de euros na economia, sendo que 2.8 triliões de dólares dirigiram-se às famílias norte-americanas em forma de cheques. Tal, resultou num excedente de poupança em 3 triliões de dólares. Sem possibilidade de gastar o dinheiro acumulado, as famílias norte-americanas aumentaram os depósitos em 35%. Por outro lado, face às políticas de saúde pública que restringiram a mobilidade e impuseram o distanciamento social, as famílias ficaram impedidas de consumir serviços, aumentaram o consumo de bens. Em consequência, e visto que a economia norte-americana está centrada na prestação de serviços, deu-se um aumento das suas importações.

Por sua vez, também o FED teve o seu papel de suporte à concretização das políticas fiscais (um pacote de estímulos para apoio às famílias e um novo plano de investimentos governamentais). O FED implementou um plano de medidas de *quantitative-easing* para a compra dos *bonds* que o governo emitiu para financiar as políticas fiscais.

As medidas aplicadas pela UE e pelos EUA geraram um aumento do consumo privado de bens, dada a impossibilidade de gastos em serviços. Na UE, os países mais dependentes do turismo tiveram maiores quedas do PIB, dada à paralisação económica e a restrições à mobilidade. Por outro lado, o aumento da procura do Estado permitiu amparar a queda do PIB. As políticas fiscais em conjugação com as políticas monetárias alcançaram o seu propósito. No entanto, o acesso a grandes pilhas de dinheiro sem oportunidade de gasto fez com que as famílias europeias e norte-americanas (especialmente) criassem o já referido excedente de poupanças. Este excedente tem vindo a ser gasto em larga escala, no pós-pandemia, criando não só uma dinâmica de crescimento baseada no aumento do consumo, como também uma espiral inflacionária – agravada ainda pela guerra no continente europeu, a uma disrupção das cadeias de valor e uma crise energética.

As ações monetárias teriam só por si sido insuficientes para criar uma dinâmica de crescimento, devido a um contexto de armadilha de liquidez. No entanto, a complementaridade entre a política monetária e fiscal permitiu aos governos impedirem uma maior queda do emprego e estimularem o consumo público através do financiamento junto dos Bancos Centrais. Os governos conseguiram financiar-se para conceder dinheiro às famílias e empresas afetadas pela crise, emitindo *bonds* que foram adquiridos pelos bancos centrais enquanto ativos colaterais. Ironicamente, a injeção do dinheiro junto das famílias levou ao aumento de

poupanças e, conseqüentemente, ao aumento de depósitos a prazo permitiu a que os bancos criassem reservas para re-empréstimo aos governos.

Como hipóteses científicas futuras, sugere-se a realização de uma análise a longo prazo da recuperação económica pós-Covid-19. Para além disso, poderá ser interessante analisar em que medida é que a atual inflação derivou em parte das políticas fiscais e monetárias de combate à crise-Covid-19.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Badarau, C., Huart, F., & Sangaré, I. (2021, Março). Macroeconomic implications of Eurobonds. *International Review of Law and Economics*.
- Banco Central Europeu. (2022, outubro 01). *Scope of monetary policy*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html>
- Capolongo, A., Eichengreen, B., & Gros, D. (2020). Safely increasing the supply of safe assets: Internationalising the euro in the age of COVID-19. *VOX EU CEPR*.
- Clarida, R., Burcu, C., Duygan-Bump, & Scotti, C. (2021). *The COVID-19 Crisis and the Federal Reserve's Policy Response**. Washington, D.C.: Federal Reserve Board.
- Comissão Europeia (a). (2021). *The EU as a borrower*. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_en#documents
- Comissão Europeia (b). (2021). *Autumn 2021 Economic Forecast: From recovery to expansion, amid headwinds*. Retrieved from Economy and Finance: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2021-economic-forecast-recovery-expansion-amid-headwinds_en
- Deb, P., Furceri, D., Ostry, J. D., & Tawk, N. (2020, Agosto 7). *The Effect of Containment Measures on the COVID-19 Pandemic*. Retrieved from IMF: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/08/07/The-Effect-of-Containment-Measures-on-the-COVID-19-Pandemic-49572>
- English, B., Forbes, K., & Ubide, Á. (2021). *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*. Vox eBooks.
- Eurostat. (2021, dezembro 2021). *Euroindicators*. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563419/6-16122021-+AP-EN.pdf/fe1315b6-a0c5-56b3-3de3-13468db7becd?t=1639594532746#:~:text=As%20a%20result%2C%20the%20EU,28.2%20bn%20in%20October%202020>
- Eurostat. (2022, julho 15). *Euroindicatos*. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/14644634/6-15072022-AP-EN.pdf/5fc6639f-87ea-635b-1ad7-699eb55656a9>

Federal Reserve System. (2022, outubro 01). *Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications.htm>

JP Morgan Institute. (2022, Fevereiro). *Household Pulse: The State of Cash Balances at Year End*. Retrieved from <https://www.jpmorganchase.com/institute/research/household-income-spending/household-pulse-cash-balances-at-year-end>

Krugman, P. (2020). The case for permanent stimulus. In R. Baldwin, & B. W. Mauro, *Mitigating the Covid Economic Crisis: Act Fast Whatever It Takes* (pp. 204-213). Londres: CEPR Press.

Parlamento Europeu. (2021). *The ECB's Monetary Policy Response to Covid-19 Crisis*. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies.

Parlapiano, A., Deborah B. Solomon, Ngo, M., & Cowley, S. (2022, Março 11). *Where \$5 Trillion in Pandemic Stimulus Money Went*. Retrieved from New York Times: <https://www.nytimes.com/interactive/2022/03/11/us/how-covid-stimulus-money-was-spent.html>

The Economist (a). (2020, Junho 18). *The euro area's stimulus is less stingy than in past crises*. Retrieved from The Economist: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2020/06/18/the-euro-areas-stimulus-is-less-stingy-than-in-past-crises>

The Economist (a). (2021, Abril 3). *What if Europe's fiscal largesse were as generous as America's?* Retrieved from The Economist : <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/03/31/what-if-europes-fiscal-largesse-were-as-generous-as-americas>

The Economist (b). (2020, Abril 9). *European finance ministers ponder coronabonds*. Retrieved from The Economist: <https://www.economist.com/europe/2020/04/09/european-finance-ministers-ponder-coronabonds>

The Economist (b). (2021, Março 21). *Joe Biden's stimulus is a high-stakes gamble for America and the world It is part of a three-pronged economic experiment*. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2021/03/13/joe-bidens-stimulus-is-a-high-stakes-gamble-for-america-and-the-world>

The Economist (c). (2021, Fevereiro 6). *Fiscal stimulus Why Joe Biden's proposed stimulus is too big*. Retrieved from https://www.economist.com/leaders/2021/02/06/why-joe-bidens-proposed-stimulus-is-too-big?utm_medium=cpc.adword.pd&utm_source=google&utm_campaign=a.22brand_pmax&utm

_content=conversion.direct-

response.anonymous&gclid=CjwKCAjw4JWZBhApEiwAtJUN0MJCFPSCkWcfmCmp

The Economist (d). (2021, Março 9). *The world's consumers are sitting on piles of cash. Will they spend it?* Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/03/09/the-worlds-consumers-are-sitting-on-piles-of-cash-will-they-spend-it>

The Economist (e). (2021, Dezembro 18). *Has the pandemic shown inflation to be a fiscal phenomenon?* Retrieved from The Economist: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/12/18/has-the-pandemic-shown-inflation-to-be-a-fiscal-phenomenon>

The Economist. (2022, Abril 20). *The perils of expanded balance-sheets.* Retrieved from <https://www.economist.com/special-report/2022/04/20/the-perils-of-expanded-balance-sheets>

União Europeia. (2022). *Country profiles.* Retrieved from https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/country-profiles_en



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

ANEXOS

ANEXO 1

	% Desemprego		% Consumo		% Poupança		% FBCF		% PIB	
	EU	EUA	EU	EUA	EU	EUA	EU	EUA	EU	EUA
2019	6,80	3,70	1,60	2,20	6,03	7,9	6,49	3,12	1,80	2,3
2020	7,20	8,10	-7,10	-3,80	12,35	17,05	-5,6	-1,55	-6	-3,4
2021	7,00	5,40	4,00	9,10	10,58	12,1	4,1	6,1	5,4	5,7
2022	6,00	3,50			6,89	9,03	4,8	2,8	4	3,1

Fonte: Elaboração própria com base em várias base de dados:

Eurostat, disponível em <https://ec.europa.eu/eurostat/>, visualizado a 15 de setembro de 2022

OCDE, disponível em <https://data.oecd.org/>, visualizado a 15 de setembro de 2022

World Bank Open Data, disponível em <https://data.worldbank.org/>, visualizado a 15 de setembro de 2022

International Monetary Fund, em World Economic Outlook, disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>, visualizado a 15 de setembro de 2022

ANEXO II

	2020-Q3
Grécia	200,0
Itália	153,9
Portugal	131,6
Espanha	117,0
Chipre	115,7
França	115,1
Bélgica	112,1
Zona Euro	97,0
União Europeia	89,4
Croácia	84,7
Austria	78,5
Eslovénia	77,8
Hungria	73,5
Finlândia	72,3
Alemanha	69,0
Irlanda	61,1
Eslováquia	59,9
Polónia	56,2
Países Baixos	55,3
Malta	51,5
Lituânia	45,4
Letônia	44,5
Roménia	43,0
Dinamarca	42,0
Noruega	40,9
Chéquia	38,1
Suécia	37,9
Luxemburgo	26,2
Bulgária	25,0
Estónia	19,1

Fonte: Eurostat, Dívida pública trimestral disponível em

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10Q_GGDEBT_custom_159473/default/table,

visualizado a 8 de outubro de 2022

ANEXO III

Ano	Défice orçamental
2017	-3,41651
2018	-3,79455
2019	-4,60031
2020	-14,87354
2021	-11,90361

Excedente ou Déficit Federal [-] enquanto Percentagem do Produto Interno Bruto, Percentagem do PIB, Anual, Não Ajustado Sazonalmente

Fonte: Federal Reserve, Economic Data, disponível em <https://fred.stlouisfed.org> visualizado a 8 de outubro de 2022

ANEXO IV

Data de observação	Taxa de poupança pessoal mensal das famílias norte-americanas
2019-01-01	9,3
2019-02-01	9,5
2019-03-01	9,1
2019-04-01	8,9
2019-05-01	8,6
2019-06-01	8,5
2019-07-01	8,4
2019-08-01	8,7
2019-09-01	8,9
2019-10-01	8,9
2019-11-01	8,9
2019-12-01	8,3
2020-01-01	9,1
2020-02-01	9,3
2020-03-01	13,8
2020-04-01	33,8
2020-05-01	24,9
2020-06-01	20,1
2020-07-01	19,2
2020-08-01	15,5
2020-09-01	14,6
2020-10-01	14,0
2020-11-01	13,3
2020-12-01	13,8
2021-01-01	20,0
2021-02-01	13,4
2021-03-01	26,3

2021-04-01	12,8
2021-05-01	10,3
2021-06-01	9,3
2021-07-01	9,9
2021-08-01	9,5
2021-09-01	7,9
2021-10-01	7,3
2021-11-01	7,1
2021-12-01	7,5
2022-01-01	4,7
2022-02-01	4,5
2022-03-01	3,8
2022-04-01	3,7
2022-05-01	3,6
2022-06-01	3,0
2022-07-01	3,5
2022-08-01	3,5

Taxa de poupança mensal de famílias americanas

Fonte: Federal Reserve Economic Data, disponível em : <https://fred.stlouisfed.org>, visualizado a 08 de outubro de 2022

ANEXO V

	EUA	UE
2019-01-01	104,8	80
2019-04-01	103,5	79,7
2019-07-01	105,5	79,1
2019-10-01	106,9	77,5
2020-01-01	107,8	79,2
2020-04-01	134,8	87,5
2020-07-01	126,1	89,4
2020-10-01	127,8	90,1
2021-01-01	126,1	92,3
2021-04-01	123,8	90,7
2021-07-01	120,7	90
2021-10-01	121,6	88,1
2022-01-01	122,9	87,8

Evolução da dívida pública dos EUA e da UE, entre 2019 e 2022

Fonte: Federal Debt: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Quarterly, Seasonally Adjusted disponível em <https://fred.stlouisfed.org>, visualizado a 08 de outubro de 2022

Fonte: Eurostat, Dívida pública trimestral disponível em https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10Q_GGDEBT_custom_159473/default/table, visualizado a 8 de outubro de 2022

ANEXO VI

	2020-Q4	2021-Q1	2022-Q1
Grécia	206,3	209,3	189,3

Itália	155,3	159,3	152,6
Portugal	135,2	138,9	127,0
Espanha	120,0	125,2	117,7
Chipre	115,0	120,9	104,9
França	114,6	117,3	114,4
Bélgica	112,8	117,0	107,9
Zona Euro	97,4	100,0	95,6
União Europeia	90,1	92,3	87,8
Croácia	87,3	90,1	77,3
Aústria	83,3	87,1	84,1
Eslovénia	79,8	85,0	75,1
Hungria	79,6	80,2	77,4
Finlândia	74,8	75,6	71,9
Alemanha	68,7	69,9	68,2
Irlanda	58,4	60,5	53,1
Eslováquia	59,7	59,8	62,4
Polónia	57,1	58,7	52,1
Países Baixos	54,7	55,2	50,7
Malta	53,4	57,2	57,6
Lituânia	46,6	45,1	40,3
Letónia	43,3	45,5	42,8
Roménia	47,2	47,4	48,4
Dinamarca	42,2	40,7	32,9
Noruega	45,9	43,0	36,2
Chéquia	37,6	43,9	42,8
Suécia	39,2	39,2	34,6
Luxemburgo	24,8	28,0	22,3
Bulgária	24,7	24,7	22,9
Estónia	19,0	19,6	17,6

Fonte: Eurostat, Dívida pública trimestral disponível em

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10Q_GGDEBT_custom_159473/default/table,

visualizado a 8 de outubro de 2022

ANEXO VII

	EUA	UE
Q1 2019	0,5	0,7
Q2 2019	0,7	0,4
Q3 2019	0,9	0,2
Q4 2019	0,4	0,1
Q1 2020	-1,2	-3
Q2 2020	-8,5	-11,2
Q3 2020	7,9	11,8
Q4 2020	1	-0,2
Q1 2021	1,5	0,1
Q2 2021	1,7	2
Q3 2021	0,7	2
Q4 2021	1,7	0,7
Q1 2022	-0,4	0,8

Fonte: OCDE, Domestic demand forecast disponível em <https://data.oecd.org/gdp/domestic-demand-forecast.htm> visualizado a 8 de outubro de 2022