

**CONFERÊNCIA  
PORTUGAL 2011  
VIR O FUNDO OU IR AO FUNDO?**

**Euro: saudades do escudo? Saudades do  
marco?**

Sérgio Gonçalves do Cabo

# Voltar à dupla afixação de preços?

- O euro teve um efeito de “ilusão monetária”
- Ainda hoje está por quantificar o impacto do euro no índice geral de preços uma vez que a redenominação não foi considerada no plano da taxa de inflação
- A mudança de regime monetário permitiu acesso a fontes de financiamento antes indisponíveis (“o novo ouro do Brasil”) a taxas de juro inferiores à taxa de juro real
- Os agentes (que são racionais) aumentaram o seu nível de endividamento e reduziram o seu nível de poupança (taxas de juro reais negativas) e os bancos colaboraram no processo de *leveraging* global da economia

# E se Portugal tivesse continuado no SME?

- Maior flexibilidade na banda de variação de 15%
- Menores exigências de ajustamento da taxa de câmbio real
- A redução das taxas de juro seria menor e o acesso a fontes de financiamento externo mais difícil
- A resposta a uma situação de crise como a actual poderia consistir (i) no abandono do SME, (ii) num realinhamento de paridades ou (iii) num processo ajustamento semelhante ao actual (*deleveraging* e depreciação interna) caso se pretendesse evitar a desvalorização cambial
- Se Portugal tivesse continuado no SME, com o actual nível de endividamento (que seria pouco provável de atingir com a manutenção do Escudo) e com a exposição dos sectores abertos da economia a uma maior concorrência externa decorrente da participação da China na OMC e do alargamento da UE aos países de leste, provavelmente agora abandonaria o SME ou pediria um reajustamento de paridades: a desvalorização da taxa de câmbio nominal e o imposto inflacionário são sempre soluções mais simples que a depreciação interna da economia
- O Escudo teria funcionado como uma espécie de “escudo de protecção” ao endividamento
- O problema é que as condições ideais (convergência real e convergência nominal) para a participação na UEM nunca estariam reunidas e o adiamento da entrada provavelmente teria significado a não entrada na área do euro

# Os agentes económicos (todos – públicos e privados) não interiorizaram as consequências da mudança de regime cambial

- Paulo Pitta e Cunha, Braga de Macedo, Vítor Bento, João Ferreira do Amaral, entre outros, alertaram para as consequências da mudança de regime cambial: a convertibilidade exigia aumento da produtividade e competitividade, contenção no crescimento dos salários e da despesa pública, ajustamento do sistema fiscal e da segurança social de modo a garantir o aumento da competitividade e a aposta no sector exportador
- Ou seja, a mudança de regime cambial implicava uma mudança de regime económico e social

# Consequências da mudança de regime cambial

- ⦿ Maior importância da taxa de câmbio real
- ⦿ Aproveitar o acesso ao financiamento para desenvolver a economia, o que implicava um *mix* entre o sector dos bens não transaccionáveis (sector fechado da economia) e o sector dos bens transaccionáveis (sector aberto da economia)
- ⦿ Fazer a reestruturação do sector público, reduzindo as suas necessidades de financiamento

# Que fazer perante a situação em que se encontra agora a economia portuguesa: regressar ao escudo?

- O regresso ao escudo implicaria a redenominação da dívida pública
- Na eventualidade de não poder redenominar a dívida pública externa (o que depende das condições de emissão), Portugal ficaria com parte da sua dívida pública denominada em moeda estrangeira (euro), o que obrigaria à sua reestruturação em função das disponibilidades em divisas (no limite teria que se impor a proibição da saída de divisas para assegurar o pagamento aos credores externos, o que não é compatível com o Tratado da União Europeia)
- O regresso ao escudo obrigaria o Banco de Portugal (BP) a liquidar todas as posições intra-sistema que tem face ao BCE e face aos restantes bancos centrais do Eurosistema, as quais representam praticamente 1/3 do passivo do BP
- O regresso ao escudo provocaria uma enorme saída de capitais do sistema bancário nacional e colocaria a questão do pagamento da dívida externa contraída pela banca nacional
- Muito provavelmente, o regresso ao escudo conduziria à aquisição da banca nacional pela banca espanhola, francesa e alemã (para já não falar do risco sistémico envolvido numa operação desta natureza) uma vez que, no seu conjunto, estes 3 sistemas bancários representam 71% do crédito externo concedido à banca nacional, o qual ascende a 38 mil milhões de USD (28,4 mil milhões de euros, 18% do PIB português)

# Exposição da banca estrangeira à economia portuguesa

(BIS Quarterly review, December 2010)

End-Q-2 2010; in bilions of US Dollars

	DE	ES	FR	IT	OEA	GB	JP	US	ROW	Total
Sector público	7.4	8.1	14.2	0.8	7.5	2.3	1.2	0.8	1.6	44.0
Bancos	17.1	7.0	13.8	2.5	5.0	5.6	0.3	1.1	0.8	53.2
Sector privado não bancário	12.7	62.7	13.3	1.3	6.6	14.4	0.8	1.4	1.5	114.6
Outras exposições	7.0	20.6	7.2	3.0	2.1	6.8	0.4	32.3	1.5	80.8
Total	44.2	98.4	48.5	7.6	21.2	29.0	2.6	35.6	5.5	292.6

Legenda: DE= Alemanha; ES= Espanha FR= França; IT= Itália; OEA= Outros Zona Euro; GB= Reino Unido; JP= Japão; US= Estados Unidos da América; ROW= Resto do Mundo

# Para a economia portuguesa não há alternativa à manutenção no euro

- O regresso ao escudo é economicamente inviável
- Por isso, vamos ter que viver com o euro

# Como viver com o euro?

- ⦿ Aprender a viver com o euro
- ⦿ Vamos ter que “mudar de vida”
- ⦿ O que é que significa “mudar de vida”
- ⦿ Significa:
  - aumentar a produtividade e o crescimento económico
  - aumentar os incentivos ao empreendedorismo
  - reduzir a despesa pública e reduzir os impostos
  - reduzir de forma permanente e estrutural as necessidades de financiamento do sector público
  - canalizar as disponibilidades de financiamento para o sector aberto da economia
  - reduzir os custos de contexto,
  - Em síntese, ganhar competitividade

# Viver com o euro significa mudar de mentalidade e de regime económico

- ◉ Os padrões de referência vão passar a ser a produtividade e a eficiência no sector público e no sector privado
- ◉ A redução da capacidade/necessidade de financiamento do Estado vai obrigar a uma profunda reestruturação do sector público e do seu papel na economia
- ◉ Para manter o Estado social vai ser necessário rever todas as outras áreas da despesa pública e conter o crescimento das despesas sociais
- ◉ A reestruturação do sistema fiscal e de segurança social será necessária para assegurar o crescimento económico e o aumento do emprego

# Viver com o euro significa mudar de mentalidade e de regime económico

- ⦿ Este é um esforço que cabe a toda a sociedade e que vai ter que ser interiorizado por toda a sociedade
- ⦿ Tem que se perceber que o projecto da moeda única europeia é um projecto muito exigente e que obriga mesmo a “mudar de vida”
- ⦿ Até agora o euro foi apresentado como um “mar de facilidades”
- ⦿ A crise levou-nos a compreender que é mais difícil (é mais exigente para todos) viver com o euro ... agora já não podemos voltar para trás!

# Nota final: e para a Alemanha, o que significaria regressar ao Marco?

- Provavelmente a apreciação da moeda não teria permitido à Alemanha suportar o modelo de *export led growth*
- Para evitar a apreciação do marco o *Bundesbank* teria de seguir uma política monetária expansionista pondo em causa o objectivo da estabilidade dos preços
- A desvalorização das moedas dos outros Estados-membros face ao marco facilitaria as exportações para a Alemanha e dificultaria as exportações alemãs promovendo o equilíbrio das balanças de pagamentos
- O regresso ao marco é defendido pelos eurocépticos alemães que, recentemente, impugnaram junto do Tribunal Constitucional a legislação que prevê a participação da Alemanha no mecanismo bilateral de apoio à Grécia e no mecanismo europeu de estabilização financeira
- Para os eurocépticos alemães é preferível a flexibilidade cambial ao *bailout* dos países deficitários



Obrigado pela vossa atenção