

ESTÁ NA HORA DE PORTUGAL SAIR DA ZONA EURO

PEDRO COSME COSTA VIEIRA

FACULDADE DE ECONOMIA DO PORTO, UNIVERSIDADE DO PORTO

U. PORTO

FEP FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DO PORTO

Está na hora de Portugal sair da Zona Euro

Pedro Cosme Costa Vieira, Faculdade de Economia do Porto

R. Dr. Roberto Frias, 80; 4200-464 PORTO

Resumo: Foi prometido que Portugal, ao pertencer à Zona Euro, iria convergir rapidamente com os restantes países da UE e que teria taxas de juro muito baixas. No entanto, uma década de descontrolo económico levaram o país para uma situação de taxas de juro proibitivamente elevadas o que tem um efeito terrível na economia que se traduz em taxas de desemprego elevadíssimas e contracção violenta do PIB. Comparando com o regime de taxas de câmbios fixos, a evidência empírica diz que esta situação adversa persistirá no tempo pelo que é inevitável que Portugal abandone o Euro. Neste artigo apresento um roteiro para a reintrodução do Escudo que permitirá manter a liberdade de movimentação de capitais, de pessoas e de bens e que terá um impacto económico menos negativo que mantermo-nos na Zona Euro com taxas de juro real acima dos 10%/ano. Para que a transição seja suave e não aconteça a bancarrota, Portugal precisa, num horizonte temporal de 30 anos, de garantias de 420 mil milhões de Euros. Seja qual for o caminho adoptado, antevejo que nos próximos 10 anos o nosso rendimento disponível vai diminuir em mais de 25% mas que, se sairmos da zona Euro, a recuperação será mais rápida e mais resistente às más decisões políticas.

Códigos JEL: E42, E58

Palavras-chave: Zona Monetária, Câmbios fixos, Saída da Zona Euro, PIIGS

1 - Introdução

A teoria económica não obrigar a que cada país tenha uma moeda própria, Mundell (1961), mas a maioria tem. E, nos casos em que isso não se verifica, *e.g.*, Zona do Rand ou Zona do Franco CFA, existe um país de grande dimensão económica que funciona como garante da zona monetária.

Como, aparentemente, não existe nenhuma razão lógica para que cada país tenha a sua moeda e o uso da mesma moeda numa vasta região reduz os custos de transacção e o risco cambial então, parece lógico que os países se unam na construção de zonas monetárias continentais.

No entanto, a evidência empírica tem, na maioria das vezes, razão. A teoria das zonas monetárias tem a sua génese na teoria dos regimes de câmbios e os estudos dizem que o regime de câmbios fixos é insustentável no longo prazo. Como não há nenhum entrave a que um país mude de câmbios fixos para câmbios flexíveis, não é possível desenvolver total credibilidade de que nunca haverá desvalorização. Mesmo que esteja vertido na legislação ser obrigatório manter o câmbio fixo, a lei também se muda. Recordo a questão do limite legal de endividamento dos USA que está constantemente a ser aumentado.

A mudança ocorre porque, quando existe um choque adverso assimétrico relativamente aos parceiros comerciais, ocorre uma degradação das contas externas que faz diminuir as reservas cambiais. Esta alteração faz com que a probabilidade antecipada pelos credores de que possa ocorrer o abandono do câmbio fixo aumente o que faz as taxas de juro subir de tal forma que o desemprego explode. Então, os bancos centrais, mesmo perfeitamente independentes do poder político, deixam de ter firmeza na manutenção dos câmbios fixos.

Por oposição, os câmbios flexíveis são de fácil manutenção no curto e no longo prazo e resistentes a choques exógenos assimétricos (ver, Buiters e Grafe, 2002).

Para ultrapassar a falha dos câmbios fixos, os Europeus pensaram que a partilha de uma mesma moeda, o Euro, iria resolver os problemas dos câmbios fixos mantendo as suas vantagens.

Mas as dificuldades dos câmbios fixos mantiveram-se na Zona Euro: assim, subsistiu o risco de que um país ter um descontrolo da política de salários (uma valorização sem correspondência com a produtividade), das contas públicas (elevados défices do Estado) e do endividamento (desequilíbrio da Balança Corrente) que se veio a materializar nos PIIGS. Comparando com a Crise Argentina de 2001, as taxas de juro baixas levaram alguns países a entrar numa espiral de crescimento dos apoios sociais e crescimento real dos salários que degradou a balança corrente o que redundou num esquema *Ponzi* de endividamento externo: cada semana é pedido mais dinheiro emprestado não só para financiar o défice externo como para pagar os juros e amortizações das dívidas entretanto vencidas sem qualquer preocupação de sustentabilidade da dívida (ver, Ffrench-Davis e Studart, 2003).

Sendo hoje antecipado como muito provável que os PIIGS abandonem a Zona Euro, as taxas de juro nesses países estão proibitivamente elevadas. Comparando com o que aconteceu repetidamente em situações de câmbios fixos (*e.g.*, Argentina) ou no colapso da Zona Rublo, as taxas de juro elevadas vão persistir por um período proibitivamente longo.

A única forma de manter todos os países na Zona Euro seria haver um “país ancora” que garantisse as dívidas dos países em dificuldade. Mas na Zona Euro não existe nenhum país com dimensão económica para o fazer. Por exemplo, o maior país da Zona Euro, a Alemanha, tem um PIB idêntico a dos PIIGS, 27% e 28%, respectivamente. E nenhum país teria interesse em o fazer.

2 – Saídas de uma zona monetária

Os criadores do Euro pensaram que os países, uma vez entrando, ficavam completamente vinculados a manter o Euro. Assim, conseguia-se a estabilidade do regime de câmbios fixos no longo prazo.

Mas já se verificaram muitas saídas de uma zona monetária. Concentrando-me apenas na Europa, na década de 1990 houve dezenas de saídas da Zona do Rublo Soviético, da Zona do Dinar Jugoslavo e a cisão da Checoslováquia. Por isso, não é nada de extraordinário haver uma saída da Zona Euro.

Na sua génese, a Zona Euro deveria ter explícitos não só os “critérios de entrada” como os “critérios de saída”. Apesar de tal parecer descredibilizar o anúncio de que nunca mais haveria uma desvalorização, de facto, esse anúncio é *Cheap Talk*, isto é, não contém mecanismo que o garantam pelo que haver “critérios de saída” não descredibilizaria o que já não tem credibilidade.

A grande vantagem da existência de “critérios de saída” seria informar os agentes económicos, em função do comportamento de cada país, como antecipar a probabilidade de saída e o que aconteceria depois da saída. Por outro lado, a existência de uma ameaça credível de exclusão funcionaria como uma forte pressão para que os países cumprissem o assumido Pacto de Estabilidade (défice público < 3% do PIB e dívida pública < 60% do PIB).

2.1. As saídas da Zona do Rublo

O rublo “moderno” nasceu em 1961 com câmbio fixo à Libra do Reino Unido. A imposição administrativa da paridade com a Libra impossibilitou que o Rublo fosse convertível (já não o era desde 1932) e que houvesse exportações ou importações ao câmbio oficial.

Motivado por a paridade do Rublo ser artificial; por numa economia planificada o sistema de preços não traduzir um ponto da “recta de contrato”; e por as estatísticas quanto às quantidades produzidas não serem fiáveis, as estimativas do PIB *per capita* dos países da

URSS nos anos anteriores a 1989 não são comparáveis com os valores coligidos para as economias de mercado. Por outro lado, não existem facilmente disponíveis estatísticas detalhadas por país. Por estas razões, o Banco Mundial não disponibiliza valores anteriores a 1989 pelo que uso estimativas das Nações Unidas (ver, Wikipedia, GDP URSS). Nos anos posteriores a 1988 uso os valores disponibilizados pelo Banco Mundial.

O PIBpc dentro da URSS não era homogéneo. Assim, as regiões próximas de Moscovo eram mais desenvolvidas porque, por um lado, tinham acesso a mais recursos naturais (petróleo e gás natural) e, por outro lado, aproveitavam da centralidade. Acresce às diferenças existentes que o processo de transição para a economia de mercado iniciado em 1987, induziu maiores perdas nas regiões periféricas. Este fenómeno de crescimento diferenciado é apontado como a principal causa de desagregação não só da URSS como do império Austro-húngaro.

Assumindo como boas as estimativas para o PIBpc de 1987, nos 4 anos anteriores à saída da Zona Rublo, observam-se perda acumuladas de 40% do PIBpc. Mesmo depois de se terem tornado independentes, os países a ex-URSS ainda se mantiveram na Zona Rublo perdendo 20% do PIB em 2 anos. Os que países que não saíram da Zona Rublo (Rússia e Bielorrússia) tiveram perdas igualmente muito importantes. Comparo na fig. 1 a evolução da Ucrânia e Cazaquistão (que saíram da Zona Rublo) com a Rússia e Bielorrússia (que não saíram).

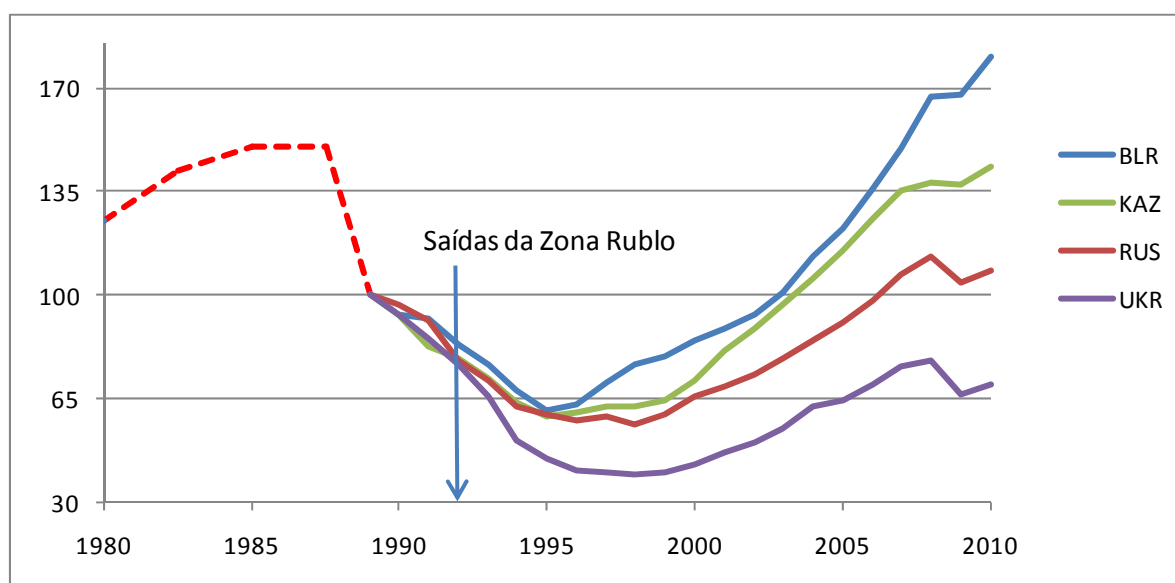


Fig. 1 –Evolução do PIB pc, ppc, de alguns países europeus que abandonaram uma zona monetária (1980-2010, Fonte: UN e BM)

2.2. A dissolução da Checoslováquia

Na desagregação da Checoslováquia, apesar de ter acabado com a União Monetária e tendo cada país criado a sua própria moeda, não houve uma quebra significativa no nível do PIB pc. A Checa perdeu 0.1% do PIBpc e a Eslovaca 4.0% do PIB pc (ver, fig. 2). Nos 2 anos seguintes à dissolução da Checoslováquia, a moeda eslovaca desvalorizou, em termos reais, 25% relativamente à moeda checa.

Os dados anteriores a 1989 foram retirados de Sixta e Fischer (2010). Nos anos 1989 e seguintes são do Banco Mundial.

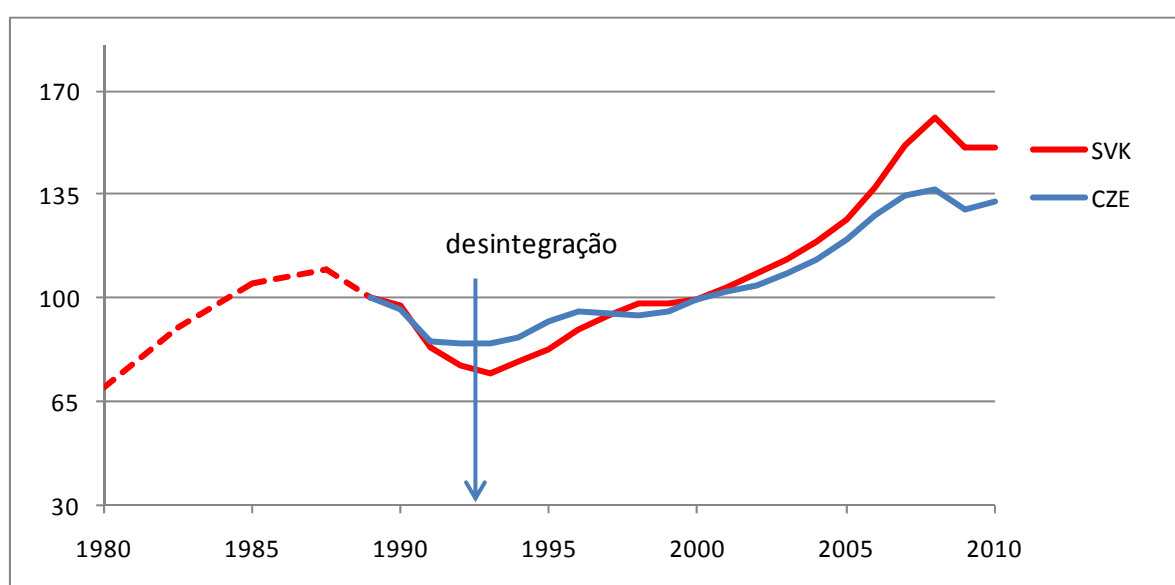


Fig. 2 –Evolução do PIB pc, ppc das repúblicas Checa e Eslovaca (1980-2010, Fonte: Sixta & Fischer, 2010, e BM)

2.3. Saída da Argentina do câmbio fixo ao Dólar Americano

No seguimento do Choque Petrolífero de 1973, a Argentina entrou numa espiral de inflação que atingiu o seu máximo em 1989 com uma taxa de inflação de 6.88%/semana (fonte: Banco Mundial). Durante estes 15 anos de inflação elevada, o PIB per capita, paridade do poder de compra contraiu violentamente (uma quebra superior a 20%). Em 1990 o governo argentino de Carlos Menem decidiu que a inflação tinha que ser controlada e que isso seria feito pela substituição do Austral pelo Peso Argentino e a sua indexação fixa ao Dólar Americano: um Peso igual a um Dólar.

A inflação ficou controlada e a economia cresceu rapidamente: 5%/ano entre 1990 e 1998. Os problemas começam com a “crise brasileira” de 1999. Sendo o Brasil o principal parceiro comercial da Argentina, a desvalorização da moeda brasileira teria que ser acompanhada por uma desvalorização do Peso Argentino (ou uma diminuição dos salários nominais) que não foi feito o que levou ao acumular de perdas superiores a 22% no PIB (ver Fig. 3).

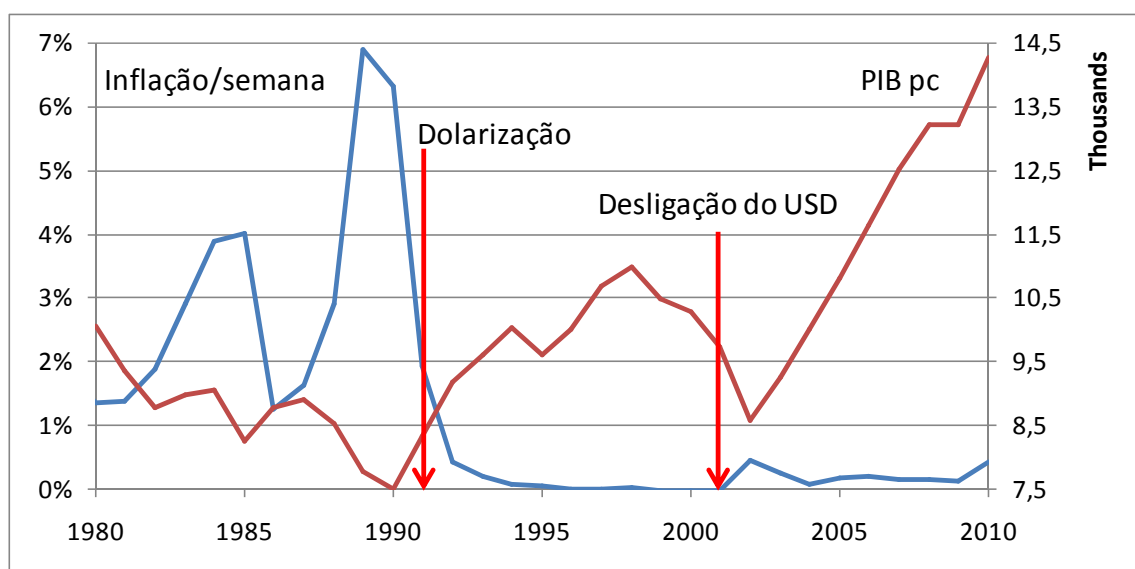


Fig. 3 –Evolução da taxa de inflação e do PIB *pc, ppc* da Argentina (1970-2010, fonte: BM)

Cálculos do Banco Central indicavam haver necessidade de uma desvalorização do câmbio de 1 ARS/USD para 1.4 ARS/USD. No entanto, a taxa de câmbio evoluiu rapidamente para 5 ARS/USD tendo estabilizado entre 4 ARS/USD e 4.5 ARS/USD. A desvalorização não foi acompanhada por inflação o que induziu uma quebra muito significativa dos salários reais que teve como consequência uma rápida recuperação económica: no período 2003-2010 o crescimento do PIB *pc, ppc* foi de 6.6%/ano (fonte: Banco Mundial, ver Fig. 3).

2.4. Macau e Hong Kong

Macau é um território muito pequeno economicamente integrado na economia chinesa. Hong Kong é muito maior que Macau mas ainda assim pequeno e completamente integrado na economia Chinesa. No entanto, depois da unificação, a China não integrou Macau nem Hong Kong na Zona Monetária do Yuan Chinês mantendo o regime de câmbios flexíveis das duas “pequenas” moedas. Por exemplo, de Janeiro de 2007 a Setembro de 2011, a Pataca e o dólar HK valorizaram cerca de 25% relativamente ao Yuan chinês.

Hoje, Macau e Hong Kong têm um PIB *per capita*, paridade do poder de compra superior à Suíça e na ordem de grandeza do Luxemburgo (fonte: BM).

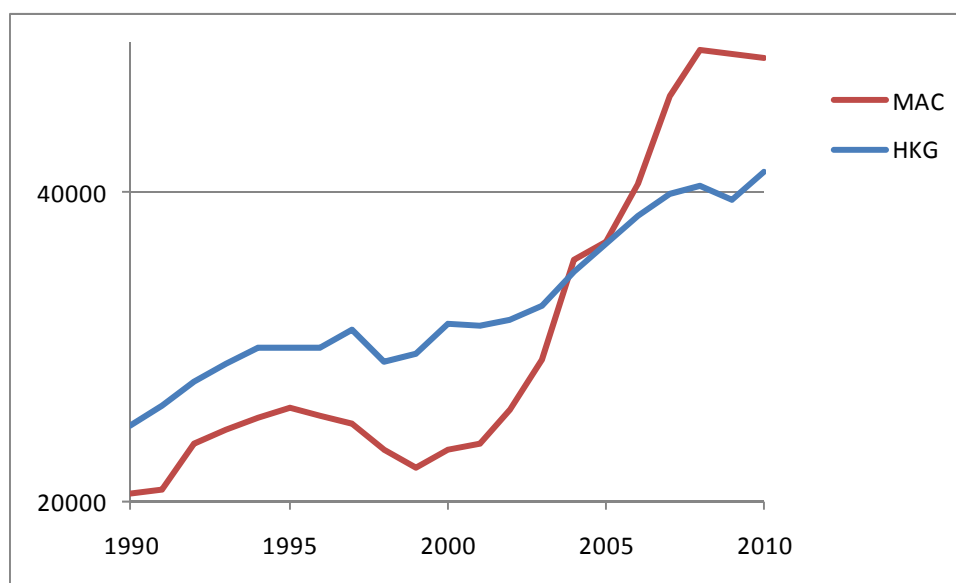


Fig. 4 –Evolução do PIB pc, ppc de Macau e Hong Kong (1990-2010, fonte: BM)

2.5. Ensinaamentos a retirar dos casos apresentados

Existem economias, vastas em termos geográficos (a URSS) e pequenas (a Checoslováquia) que tiveram uniões monetárias e desistiram. Houve países, distantes (Argentina – USA) que tiveram câmbios fixos e abandonaram-nos e outros próximos que não o têm (Macau e Hong Kong e China).

A evidência empírica não parece garantir que existam vantagens em pertencer a uma zona monetária ou manter câmbios fixos ou prejuízo por um país abandonar uma zona monetária ou quebrar os câmbios fixos.

Ninguém pode afirmar com certeza que, entrando, um país numa Zona Monetária, depois não a abandone. Assim, ninguém pode garantir que os PIGS não vão abandonar a Zona Euro. Na óptica de um investidor, hoje é muito mais provável que a Grécia ou Portugal saia da Zona Euro no próximo ano do que seria provável em 1988 a Ucrânia sair da Zona Rublo. E saiu. Agora que foi introduzida essa possibilidade na mente dos credores, será muito difícil e demorar muito tempo a fazê-los crer o contrário. O custo dessa reconstrução de expectativas é demasiado custoso para que Portugal o possa incorrer.

O caso de relativo sucesso da Checa /Eslovaca indica que Portugal pode sair da Zona Euro sem o caos verificado nos países da ex-URSS. O que é preciso é delinear um roteiro para a reintrodução de moeda própria.

3 - As vantagens prometidas pela entrada na Zona Euro mostraram-se falsas

Quando a entrada de Portugal na Zona Euro foi idealizada, foram antecipadas vantagens que de facto nunca se concretizaram.

Vantagem 1 - Acabava o risco cambial pelo que nos passaríamos a financiar a taxas de juro muito mais baixas.

Inicialmente isto aconteceu mas Portugal abusou desta oportunidade endividando-se exageradamente pelo que acabou e não volta mais.

A) Podíamos ter o Escudo com câmbio fixo.

O Escudo podia ficar com cotação fixa ao Euro ou fixa em relação a um cabaz de moedas que traduzisse a importância relativa das moedas usadas nos nossos contratos com o exterior. Qualquer coisa como 75% Euro e 25% Dólar Americano.

No entanto, todas as pessoas sabiam e sabem ser impossível Portugal manter, no longo prazo, um câmbio fixo com o Euro. A desvalorização/valorização da moeda em câmbios flexíveis é um mecanismo muito forte de alteração dos salários reais (face ao exterior) o que é um instrumento de política poderosíssimo no equilíbrio das contas com o exterior, da Balança Corrente. Sendo adoptado o Euro, o ajustamento teria que ser feito pela diminuição dos salários nominais o que é muito difícil.

Em câmbios fixos (ou integrados numa zona monetária) o mercado de trabalho também é capaz de ajustar, em termos reais, os desequilíbrios externos assimétricos. Em economia com mercado de trabalho mediamente flexível estima-se que a elasticidade desemprego/salário real é de -0.1 o que indica que um aumento de 10% no desemprego, num ano, induz uma quebra no salário real de 1%. (*wage curve*, Blanchard & Oswald, 1990, 1994). Por exemplo, se a taxa de desemprego de salário constante for 12% (como parece ser o caso da Zona Euro), para haver um ajustamento de 10% nos salários reais será preciso ter taxas de desemprego de 20% durante 5 anos para que o mercado ajuste a economia.

As estimativas mostram que é impossível ajustar em câmbios fixos desequilíbrios nos salários reais maiores que 10%. Se virmos que a Argentina e a Ucrânia precisaram de um ajustamento de 75%, e a República Eslovaca de 25%, vê-se a dificuldade de ajustar uma economia em câmbios fixos (ou dentro de uma zona monetária).

Em câmbios fixos, terá que existir um mecanismo administrativo de correcção dos salários nominais que seja mais rápido que o mercado. Mas não é politicamente possível propor aos parceiros sociais tal mecanismo. Desta forma, os câmbios fixos (e as zonas monetárias heterogéneas) entram em colapso quando há choques exógenos assimétricos importantes (como foi a crise brasileira no caso argentino).

Adoptar o Euro foi adoptar um câmbio fixo pensando que as dificuldades desapareciam por magia. No entanto, os salários subiram mais que a produtividade e o Estado descontrolou as suas contas pelo que a Balança Corrente descontrolou-se.

Se era difícil manter o câmbio fixo, à partida seria uma missão impossível mantermo-nos na Zona Euro.

B) Mesmo com Escudos, endividávamo-nos em Euros.

Um país não precisa ter a dívida externa denominada na sua moeda local. São as *Eurobonds*. Uma *Eurobond* é uma obrigação denominada numa moeda diferente da moeda do país ou mercado onde a obrigação é emitida. As *Eurobonds* são emitidas principalmente em Dólares Americanos, Euros, Libras ou Yens.

A maioria dos países não europeus emite a sua dívida externa em Dólares Americanos. Mesmo países europeus, a Polónia, não emite dívidas nos mercados externos em Zlotys.

Notar que tem sido veiculado, erradamente, na comunicação social que as *Eurobonds* são Obrigações garantidas solidariamente pelos países da Zona Euro. Isso serão *EuroZone Bonds*

Vantagem 2 - *Haveria uma diminuição dos custos de transacção.*

C) Com o desenvolvimento da informática, os custos de câmbio caíram a zero.

Quando, há mais de 20 anos, a zona Euro foi idealizada, para irmos à Espanha tínhamos que mudar Escudos por Pesetas o que tinha custos: havia a intermediação bancária e o tempo perdido. Hoje, este custo desapareceu porque os câmbios são feitos automaticamente nas ATMs – Caixas Multibanco, sem qualquer custo.

Por exemplo, nos países do Norte de África usa-se o cartão Multibanco nas ATMs movimentando uma conta de um banco europeu para levantar moeda local ao câmbio do minuto sem qualquer custo ou Euros e Dólares Americanos.

D) O Escudo poderia circular em simultâneo com o Euro.

Tudo em nos países vizinhos da Europa (lojas, restaurantes, hotéis, táxis, museus, polícia, etc.), tem o preço denominado em moeda local, em Euros e em Dólares Americanos. E circulam, em simultâneo, estas 3 moedas.

Vantagem 3 - Ficava facilitada a convergência com os outros países da UE.

E) Com a entrada no Euro, o PIB português começou a divergir do da UE.

Na década de 1990, o PIB *per capita*, PPP em dólares americanos internacionais de 2005 (fonte: Banco Mundial) convergiu com a média dos 27 países actualmente da EU à média de 0.5 pp./ano. Com a entrada de Portugal na Zona Euro, o PIB passou a divergir da EU (*c.f.*, Conraria, Alexandre e Pinho, 2011) à média de 0.6pp/ano (ver, fig. 2). Hoje, estamos relativamente mais distantes da EU que estávamos em 1990.

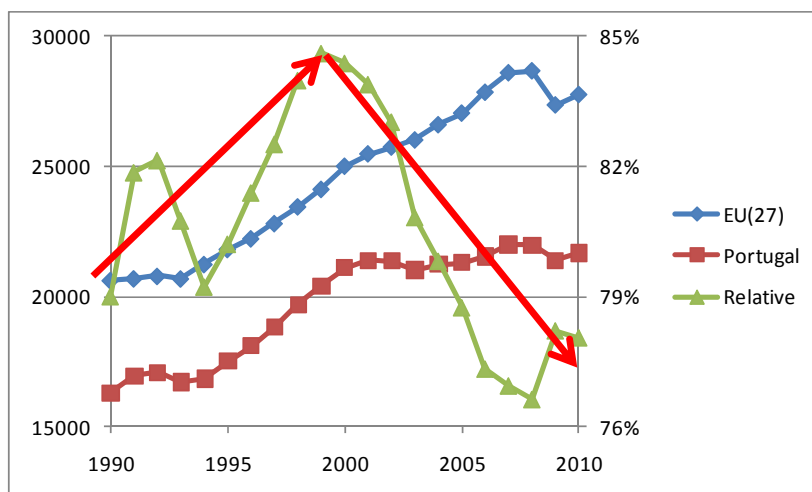


Fig. 5 – Divergência de Portugal relativamente à UE (1990-2010, Fonte: BM)

F) A comparação com os preços e salários da Zona Euro prejudicou Portugal

A comparação dos salários induziu pressão no sentido do aumento dos salários em Portugal. Todos os dias na comunicação social fala-se do Salário Mínimo no Luxemburgo. Mas um trabalhador português produz menos valor que um trabalhador luxemburguês.

Desde que, em 1 de Janeiro de 2002, o Euro começou a circular em Portugal, o número de desempregados mais que triplicou (ver, fig. 6, dados trimestrais, fonte: INE): passou de 200 mil para 680 mil. Nos últimos 8 anos, a cada semana, mais 1100 pessoas caíram no desemprego. E esta tendência não mostra sinais de abrandamento.

A culpa de produzir pouco pode não ser do trabalhador português mas, se quiser o salário de um luxemburguês, tem que se deslocar para o Luxemburgo. É como os banheiros das praias do norte de Portugal: não têm culpa que a água seja fria mas, se quiserem dar banho a alguém, têm que ir para o Algarve.

Por outro lado, ficou claro que havia bens na Europa mais baratos que em Portugal. Esta comparação tornou mais difícil controlar o défice comercial. De uns já astronómicos 15% do PIB em 2001, teve uma melhoria para voltar em 2009 a atingir os 15% do PIB. Depois de nova recuperação, desde princípios de 2009 que se está novamente a degradar, estando nos 12% do PIB (ver, fig. 7, dados mensais, INE).

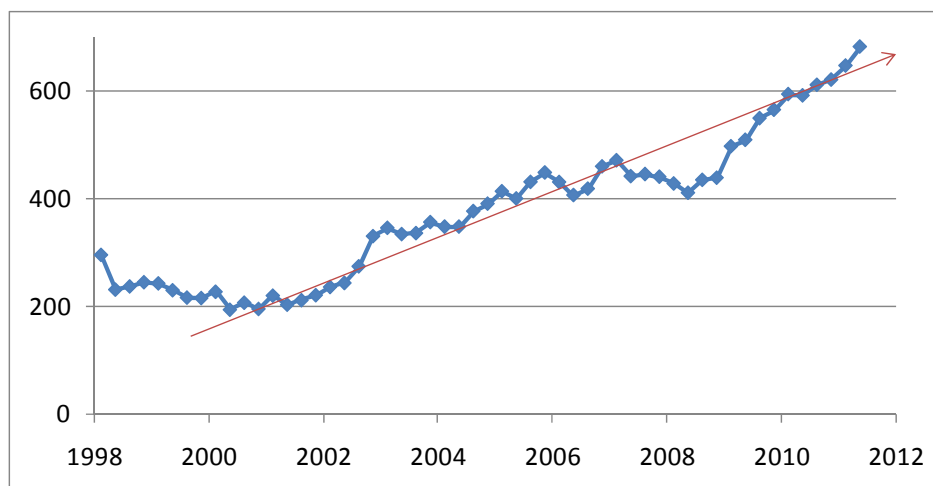


Fig. 6 – Número de desempregados (1998:1-2011:1, Fonte: INE)

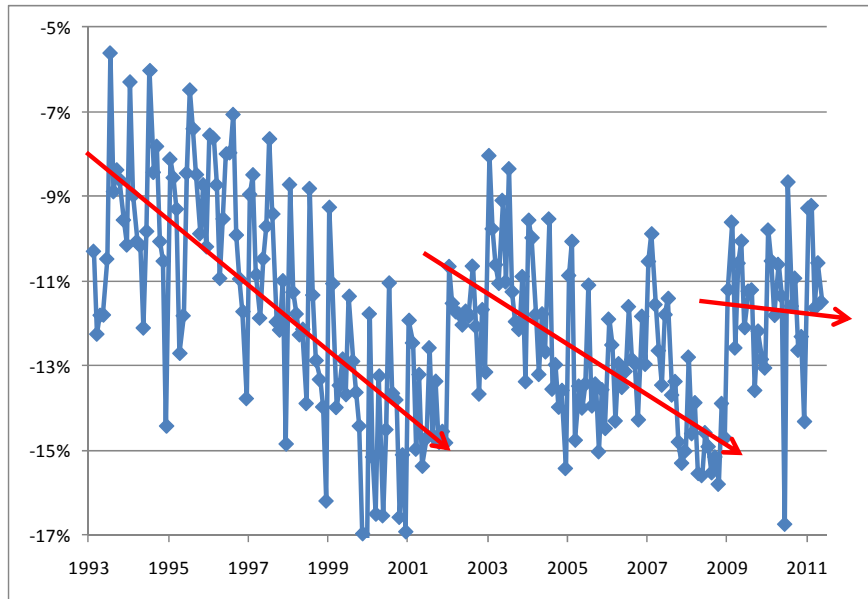


Fig. 7 – Saldo da Balança Comercial, % do PIB (1998:1-2011:5, Fonte: INE)

Concluindo, a entrada na Zona Euro inverteu o processo de convergência com os restantes países da UE.

4 - Está na hora de sairmos da Zona Euro

Portugal está com enormes desequilíbrios não só nas finanças públicas como também na economia: mercado de trabalho e balança comercial desequilibrados.

Para corrigir os desequilíbrios da economia, é necessário repor os salários que tínhamos em 2000, (ver, Vieira, 2010), reduzindo os custos do trabalho em 25%. Esta descida permitirá repor o equilíbrio entre os salários de Portugal e da Alemanha que se observava no ano 2000. Como a redução dos salários fará reduzir as receitas do Estado e da Segurança Social que já estão muito desequilibrados, por uma questão de equilíbrio das contas públicas, também será necessário diminuir na mesma proporção todas as transferências do Estado e da Segurança Social.

Alguns economistas defendem que uma desvalorização do Euro equilibraria a economia portuguesa. Mas tal não corresponde à verdade porque 75% das nossas relações comerciais são denominadas em euros. Uma desvalorização apenas aproveitaria os 25% das transacções denominadas em Dólares Americanos, o que é insuficiente. Então, o Euro teria que desvalorizar mais de 50% o que é impossível porque a Balança corrente da Zona Euro está positiva.

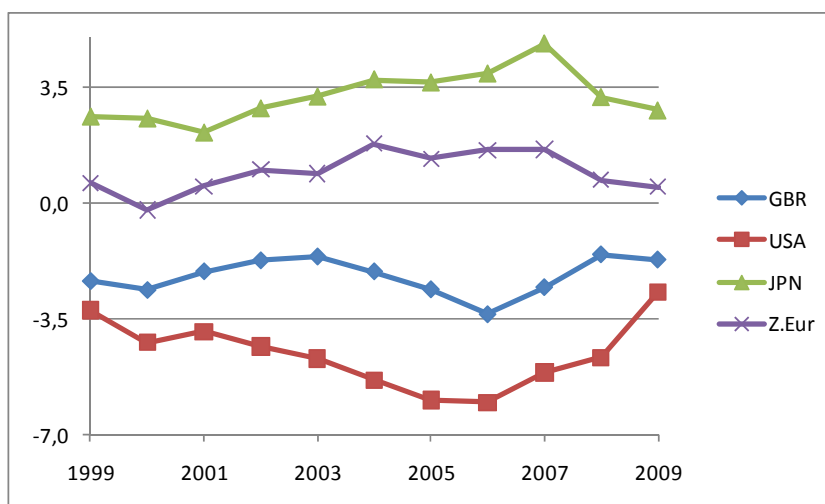


Fig. 8 – Saldo da Balança Corrente (1999-2009, Fonte: BM)

Estimando que os salários e transferências do Estado e Segurança Social têm um peso de 60% no PIB português, a descida dos salários e transferências em 25% levará a uma diminuição dos preços em 15%.

A reposição dos salários do ano 2000 implica descer o salário mínimo para 375€/mês e diminuir o salário médio líquido de 809€/mês (fonte:INE, 2.º trim 2011) para 607€/mês.

Não há coragem política para implementar uma redução nominal de 25% nos salários. No entanto, alguma coisa tem que ser feita porque as perdas de rendimento induzidas por uma saída da Zona Euro em bancarrota serão ainda maiores (rever, fig. 1).

Interroguei diversos especialistas sobre um possível roteiro para a saída da Zona Euro e quais as suas implicações. Todos acham ser impossível realizar tal operação sem um colapso da economia: a saída massiva de capitais, a quebra da liquidez (desaparecimento de euros em circulação), a bancarrota do Estado e a diminuição da liberdade de movimentação de pessoas e bens.

Mas eu tenho uma proposta diferente: sair por um processo inverso ao processo de entrada na Zona Euro. Com esta ideia em mente, vou propor um roteiro para Portugal sair da Zona Euro e a introdução do Escudo que permite, por um lado, a descida relativamente ao exterior dos custos do trabalho e dos preços e, por outro lado, evitar o pânico e manter a liberdade de movimentação de capitais, de pessoas e de bens.

Este roteiro pode ser aproveitado pela Grécia e posteriormente Itália, Espanha e Irlanda.

4 – Roteiro para a saída da Zona Euro

Como o Escudo só foi abandonado há 9 anos, mais de 80% da população ainda raciocina com os preços em escudos. Por isso, será aconselhável que a nova moeda seja o Escudo e que o câmbio se mantenha igual ao da entrada, 200.482 Escudos por Euro, \$/€.

Passo 1 – dia zero.

Anúncio de que Portugal vai sair da Zona Euro e publicitação do roteiro de saída.

A publicação de um roteiro de saída permitirá a diminuição do risco da saída porque os agentes económicos passam a poder calcular o valor esperado dos seus investimentos.

Entretanto vão sendo afixados os preços em escudos e em euros.

Passo2 – Decorridos 3 meses.

Afixação dos preços, salários, reformas e transferências do Estado em Euros e em Escudos;
Denominação dos contratos de trabalho, as reformas e as prestações sociais a Escudos;
Denominação de 60% do valor dos contratos de fornecimentos de bens e serviços em Escudos, mantendo-se 40% em Euros.

Ao passar 60% dos contratos para escudos levará, no prazo de 3 anos, a uma redução de 15% que é um número razoável. Este valor é uma estimativa do peso dos salários nos preços.

Para manter a liberdade de circulação de capitais e não haver uma fuga de capitais, os depósitos bancários e as dívidas bancárias continuam a ser denominadas em Euros.

Como, inicialmente, o Escudo não terá credibilidade para ser reserva de valor, as contas bancárias continuam denominadas em Euros. Quando uma pessoa faz um depósito em escudos este é cambiado em euros e, quando forem levantados escudos, passa-se o contrário.

Passo 3 – decorridos mais 3 meses.

Reintrodução do Escudo em circulação juntamente com o Euro; Reintrodução do Banco de Portugal como banco Central.

As caixas multibanco começam a dar escudos mas também Euros.

Os supermercados, o Estado e demais passam a estar obrigados a receber em Escudos e em Euros.

Será necessário controlar a liquidez em escudos. Para isso, o Banco de Portugal reactiva as suas funções de banco central reintroduzindo a taxa de juro LISBOR.

Passo 4 – Decorridos mais 3 meses.

Passagem a "câmbio fixo deslizante", *crowling peg*, em relação ao Euro.

Começando nos 200.482\$/€, o Escudo vai desvalorizar a uma velocidade constante até atingir 250\$/€. Se se planear a desvalorização suave ao longo de 50 meses então, às 0 horas do dia 1 de cada mês, a cotação do Euro aumentará 1\$/€.

Decorridos cinco anos do anúncio, o escudo atingirá a cotação final planeada de 250\$/€.

Passo 5 – decorridos 5 anos.

Passagem do Escudo a câmbios flutuantes.

No final do processo de desvalorização, Portugal não garantirá as condições de entrada na Zona Euro: Dívida Pública inferior a 60% do PIB. Por isso, o melhor é mantermo-nos fora do Euro pelo menos até atingir este limite. Na minha previsão optimista, se tudo correr bem, Portugal só vai atingir uma dívida pública de 60% do PIB em 2040.

Dada a nossa história de incumprimento das regras acordadas, não será credível mantermos um câmbio fixo do Escudo ao Euro. Então, Portugal terá que adoptar para o Escudo o regime de câmbios flexíveis.

Apesar de os câmbios flexíveis induzirem risco cambial, é um risco menor de, em câmbios fixos, haver mudança de regime. Isto porque nos câmbios flexíveis é mais fácil prever a evolução da cotação da moeda que nos câmbios fixos prever a probabilidade de haver uma alteração do regime de câmbios.

Com câmbios flexíveis a economia portuguesa torna-se capaz de resistir a choques assimétricos.

6 – A ajuda dos nossos parceiros.

Desenhar um período de transição de 5 anos, permitirá que quase não se note qualquer efeito negativo de sairmos da Zona Euro. No entanto, será preciso que os nossos parceiros da UE nos ajudem pois Portugal não consegue garantir a dívida actual se pagar taxas de juro

reais na ordem dos 10%/ano. Assim, o plano de resgate europeu têm que garantir a sustentabilidade da dívida portuguesa no longo prazo.

Vou supor para Portugal as condições acordadas com a Grécia: as dívidas serem convertidas em obrigações garantidas pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) com as seguintes características:

Prazo: 30 anos

Cupão: 6.42%/ano

Valor de remissão: 80% do valor nominal.

Taxa de juro implícita: 4,826%/ano

Em princípio, não precisamos que os nossos amigos europeus nos dêem dinheiro mas apenas que garantam aos nossos credores que vamos pagar a nossa dívida externa. No fundo, vamos pedir aos nossos parceiros europeus que assumam o risco de o processo de correcção fracassar.

Pressuposto 1: Portugal tem uma dívida líquida ao exterior de 115% do PIB, de 200 mil milhões de euros;

Pressuposto 2: No prazo de 30 anos, a dívida externa portuguesa líquida fica reduzida a 100% do PIB.

Pressuposto 3: O défice corrente é de 10% do PIB e vai-se reduzir a taxa constante.

Pressuposto 4: A taxa de juro é de 4,826%/ano, a taxa de inflação é de 2%/ano e a taxa de crescimento do PIB é de 1.6%/ano.

Pressuposto 5: O investimento estrangeiro líquido vai ser zero pelo que as necessidades de financiamento se reduzem à Balança Corrente.

A trajectória simulada apenas garante o pagamento da dívida externa portuguesa se, num prazo de 30 anos, a Balança Corrente passar de um défice de 10% do PIB para um superávit de 7% do PIB. O endividamento máximo em termos percentuais do PIB será, em 2021, 165%, 420 mil milhões de euros nominais e 340 mil milhões de euros reais a preços de 2011.

Assim, será preciso um pacote financeiro garantido pelo FEEF de 420 mil milhões de euros.

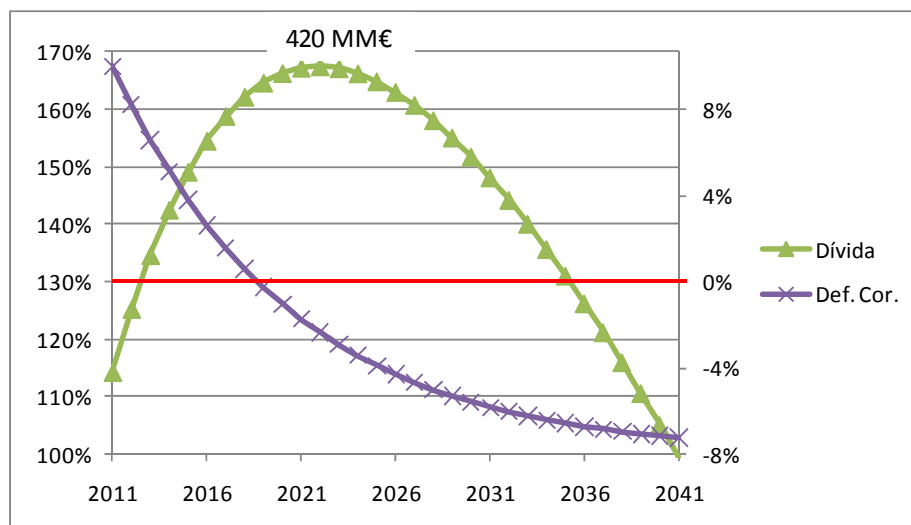


Fig. 9 – Evolução da dívida externa no processo de ajustamento (simulação)

7 – É preciso um plano de ajuda aos sobre-endividados.

As pessoas que têm créditos (denominados em euros) terão prestações aumentadas em 25%. Mas, com as taxas de juro actualmente pagas em euros, a não saída do Euro causará a falência dos bancos ou um aumento ainda maior nos encargos das famílias e empresas.

Como o processo de ajustamento é feito ao longo de 5 anos, muito provavelmente tudo vai correr bem. No entanto, o Estado terá que ter um plano de contingência de ajuda às famílias e empresas que eventualmente entrem em dificuldades.

Supondo que o Estado vai cobrir 1/4 das perdas cambiais dos activos dos bancos (que são cerca de 450 mil milhões €), para uma desvalorização do Escudo em 25%, o plano de ajuda terá que cobrir cerca de 30 mil milhões de euros. Ao longo de 6 anos, corresponderá a 3% do PIB.

8 – Zona Monetária Mista Escudo + Euro

O dinheiro existe numa economia porque responde a várias necessidades. É um meio de pagamento, é uma unidade de valor e é uma reserva de valor (*e.g.*, Mishkin, 2004).

A primeira questão que interessa levantar é que, para haver dinheiro numa economia, não é necessário que existam notas e moedas. Assim, é possível uma Zona Monetária em que o agregado monetário M0 é nulo (não haver papel moeda em circulação nem nos cofres dos

bancos que não do Banco Central) e que, no entanto, o agregado monetário M1 seja positivo (o M0 mais os saldos das contas à ordem e outros meios de pagamentos imediatos) e controlável, King e Plosser (1984).

Por outro lado, numa zona com duas moedas, é possível que uma moeda responda a umas necessidades (*e.g.*, meio de pagamento e unidade de valor) e outra moeda responda a outras necessidades (*e.g.*, reserva de valor).

É possível desenhar uma Zona Monetária Mista Escudo + Euro em que o *Escudo* serve apenas como unidade de valor dos preços e salários e em que o Euro serve como Meio de Pagamento e Meio de Reserva de Valor.

8.1. A função Procura de Moeda

As pessoas têm dinheiro no bolso para poderem fazer compras no dia-a-dia. Ou então, têm dinheiro numa conta à ordem (e o banco tem o dinheiro físico, em parte) e fazem pagamentos por multibanco ou cheque.

A quantidade de moeda real detida pelo agente económico é decrescente com o aumento da taxa de juro nominal (custo de deter liquidez), crescente com o nível do PIB (necessidade de serem realizadas transacções) e crescente com os “custos de cada levantamento” (*e.g.*, tempo necessário para fazer um levantamento no Multibanco).

Havendo duas moedas equivalentes em termos de capacidade de fazer pagamentos, o agente económico vai preferir a moeda que tenha uma taxa de juro nominal menor, *i.e.*, a moeda que se desvalorizar mais lentamente.

Sendo antecipado pelos agentes económicos que o Escudo vai sofrer uma desvalorização relativamente ao Euro, a taxa de juro nominal em Escudos será maior que em Euros pelo que os agentes económicos não irão deter escudos. É uma solução de canto.

8.2. O controlo da cotação do Escudo

Como não há escudos em circulação, não é possível haver um ataque especulativo que tente esgotar as reservas em Euros do Cambista. Nem o contrário pois o Cambista, à cautela, tem Escudos suficientes para a eventualidade de ser pedido o câmbio de todos os Euros (que aconteceria se fosse antecipada uma valorização do Escudo relativamente ao Euro).

Então, está reunida a principal condição para o Sistema de Câmbios Fixos ser estável: haver mais reservas em Euros (a moeda ao qual o Escudo vai ter a *crowling peg*) do que Escudos em circulação.

A inflação em Escudos vai ser possível de controlar administrativamente. Se o cambista decidir que o Escudo desvaloriza 0.4% no início de cada mês, como o mercado de câmbio Escudo/Euro não tem transacções, esta decisão é exactamente implementada.

8.3. A inflação em Escudos

Como existe o euro como termo de comparação e a desvalorização será mantida perfeitamente nos 0.4%/mês, a inflação nunca será, relativamente à inflação na Zona Euro, superior a 0.4%/mês. Acrescentando que os salários e pensões de reforma estão denominados em Escudos e existe uma elevada taxa de desemprego, será de prever que a taxa de inflação em Escudos será bastante inferior a 0.4%/mês a mais que a inflação na zona Euro.

9 – Conclusão.

Sair de uma zona monetária não é nada de novo e pode ser feito sem grande transtorno. Portugal, se o fizer segundo um roteiro racional, claro e transparente, pode sair da Zona Euro sem um processo de bancarrota e falência generalizada da economia.

Se os problemas forem pensados e as soluções implementadas com firmeza, nada é impossível de resolver.

Seja qual for o caminho adoptado, comparando com os países que corrigiram os seus desequilíbrios da BC (a Irlanda com um a contracção do PIB de 11.8% e Estónia com 18.3%) antevejo que nos próximos 10 anos o nosso rendimento disponível vai diminuir em mais de 25%. No entanto, se sairmos da zona Euro, a recuperação será mais rápida e resistente às más decisões dos eleitores.

Relativamente à pergunta “qual vai ser o custo de sairmos da Zona Euro” a minha resposta é zero.

O custo que se pensa vir a ser causada pela desvalorização da dívida em Euros já aconteceu pelas elevadas taxas de juro que estão a ser exigidas. Pelos casos apresentados, o prejuízo é anterior à saída e causado por questões que não a saída. Pelo contrário, a manutenção de Portugal no Euro terá custo muito elevados traduzidos por taxas de juro reais acima de

10%/ano. Manter os salários constantes em Escudos e desvalorizar a moeda em 25% é perfeitamente equivalente a diminuir os salários (em Euros) em 25%.

A escolha da opção, que são equivalentes, terá que ser tomadas pelos representantes do Povo Português.

Bibliografia

Blanchard, D. & A. Oswald (1990): "The Wage Curve", *Scandinavian Journal of Economics*, 92, pp. 215-35.

Blanchard, D. & A. Oswald, (1994), *The Wage Curve*, Cambridge and London: MIT Press.

Buiter, W H. e C. Grafe (2002), "Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 221, pp. 1-32.

Conraria, L. A., F. Alexandre e M. C. Pinho (2010), "O euro e o crescimento da economia portuguesa: uma análise contrafactual", *NIPE – WP*, 37.

Ffrench-Davis, R. e R. Studart (2003), "The Regional Fallout of Argentina's Crisis", in Teunissen, J.J. e A. Akkerman (ed.s), *The Crisis That Was Not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalisation*, [FONDAD](#).

King, R. G. e C. I. Plosser (1984), "Money, Credit, and Prices in a Real Business Cycle," *American Economic Review*, 74, pp. 363-80.

Mishkin, Frederick S. (2004), *The economics of money, banking, and financial markets*, Pearson - Addison-Wesley: Boston.

Mundell, R. A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51, pp. 657-665.

Sixta, J. e J.Fischer (2010), "Retrospective Measures of GDP Using Input-output Tables for Former Czechoslovakia", *International Input-Output Conference*, 18.

http://www.iioa.org/files/conference-2/279_20110429111_Paper_sixta_fischer_IO.pdf

Vieira, P.C.C. (2010), "O problema do crescente endividamento de Portugal à luz da New Macroeconomics", *FEP Working Paper*, 363.

Wiki (GDP URSS), http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_the_Soviet_Union

Recent FEP Working Papers

Nº 422	Márcia Daniela Barbosa Oliveira and João Gama, " <u>How we got Here? A Methodology to Study the Evolution of Economies</u> ", July 2011
Nº 421	Vitor M. Carvalho and Manuel M. F. Martins, " <u>Macroeconomic effects of fiscal consolidations in a DSGE model for the Euro Area: does composition matter?</u> ", July 2011
Nº 420	Duarte Leite, Pedro Campos and Isabel Mota, " <u>Computational Results on Membership in R&D Cooperation Networks: To Be or Not To Be in a Research Joint Venture</u> ", July 2011
Nº 419	Sandra T. Silva, Isabel Mota and Filipe Grilo, " <u>The Use of Game Theory in Regional Economics: a quantitative retrospective</u> ", June 2011
Nº 418	Marisa R. Ferreira, Teresa Proença and João F. Proença, " <u>An Empirical Analysis about Motivations among Hospital Volunteers</u> ", June 2011
Nº 417	Marlene Grande and Aurora A.C. Teixeira, " <u>Corruption and Multinational Companies' Entry Modes. Do Linguistic and Historical Ties Matter?</u> ", June 2011
Nº 416	Aurora A.C. Teixeira, " <u>Mapping the (In)visible College(s) in the Field of Entrepreneurship</u> ", June 2011
Nº 415	Liliana Fernandes, Américo Mendes and Aurora A.C. Teixeira, " <u>A weighted multidimensional index of child well-being which incorporates children's individual perceptions</u> ", June 2011
Nº 414	Gonçalo Faria and João Correia-da-Silva, " <u>A Closed-Form Solution for Options with Ambiguity about Stochastic Volatility</u> ", May 2011
Nº 413	Abel L. Costa Fernandes and Paulo R. Mota, " <u>The Roots of the Eurozone Sovereign Debt Crisis: PIGS vs Non-PIGS</u> ", May 2011
Nº 412	Goretti Nunes, Isabel Mota and Pedro Campos, " <u>Policentrismo Funcional em Portugal: Uma avaliação</u> ", May 2011
Nº 411	Ricardo Biscaia and Isabel Mota, " <u>Models of Spatial Competition: a Critical Review</u> ", May 2011
Nº 410	Paula Sarmento, " <u>The Effects of Vertical Separation and Access Price Regulation on Investment Incentives</u> ", April 2011
Nº 409	Ester Gomes da Silva, " <u>Portugal and Spain: catching up and falling behind. A comparative analysis of productivity trends and their causes, 1980-2007</u> ", April 2011
Nº 408	José Pedro Figue, " <u>Endogenous Response to the 'Network Tax'</u> ", March 2011
Nº 407	Susana Silva, Isabel Soares and Carlos Pinho, " <u>The impact of renewable energy sources on economic growth and CO2 emissions - a SVAR approach</u> ", March 2011
Nº 406	Elena Sochirca and Sandra Tavares Silva, " <u>Efficient redistribution policy: an analysis focused on the quality of institutions and public education</u> ", March 2011
Nº 405	Pedro Campos, Pavel Brazdil and Isabel Mota, " <u>Comparing Strategies of Collaborative Networks for R&D: an agent-based study</u> ", March 2011
Nº 404	Adelaide Figueiredo, Fernanda Figueiredo, Natália P. Monteiro and Odd Rune Straume, " <u>Restructuring in privatised firms: a Statis approach</u> ", February 2011
Nº 403	Cláudia M. F. Pereira Lopes, António Cerqueira and Elísio Brandão, " <u>The financial reporting quality effect on European firm performance</u> ", February 2011
Nº 402	Armando Silva, " <u>Financial constraints and exports: evidence from Portuguese manufacturing firms</u> ", February 2011
Nº 401	Elena Sochirca, Óscar Afonso and Pedro Mazedo Gil, " <u>Directed technological change with costly investment and complementarities, and the skill premium</u> ", January 2011
Nº 400	Joana Afonso, Isabel Mota and Sandra Tavares Silva, " <u>Micro credit and Territory - Portugal as a case study</u> ", January 2011
Nº 399	Gonçalo Faria and João Correia-da-Silva, " <u>The Price of Risk and Ambiguity in an Intertemporal General Equilibrium Model of Asset Prices</u> ", January 2011
Nº 398	Mário Alexandre Patrício Martins da Silva, " <u>A Model of Innovation and Learning with Involuntary Spillovers and absorptive capacity</u> ", January 2011
Nº 397	Fernando Governo and Aurora A.C. Teixeira, " <u>Marketing and technology sophistication as hidden weapons for fostering the demand for 'art house' cinema films: a cross country analysis</u> ", January 2011

Nº 396	Liliana Fernandes, Américo Mendes and Aurora A.C. Teixeira, " A review essay on child well-being measurement: uncovering the paths for future research ", December 2010
Nº 395	David Nascimento and Aurora A.C. Teixeira, " Recent trends in the economics of innovation literature through the lens of Industrial and Corporate Change ", December 2010
Nº 394	António Brandão, João Correia-da-Silva and Joana Pinho, " Spatial competition between shopping centers ", December 2010
Nº 393	Susana Silva, Isabel Soares and Óscar Afonso, " E3 Models Revisited ", December 2010
Nº 392	Catarina Roseira, Carlos Brito and Stephan C. Henneberg, " Innovation-based Nets as Collective Actors: A Heterarchization Case Study from the Automotive Industry ", November 2010
Nº 391	Li Shu and Aurora A.C. Teixeira, " The level of human capital in innovative firms located in China. Is foreign capital relevant ", November 2010
Nº 390	Rui Moura and Rosa Forte, " The Effects of Foreign Direct Investment on the Host Country Economic Growth - Theory and Empirical Evidence ", November 2010
Nº 389	Pedro Mazeda Gil and Fernanda Figueiredo, " Firm Size Distribution under Horizontal and Vertical R&D ", October 2010
Nº 388	Wei Heyuan and Aurora A.C. Teixeira, " Is human capital relevant in attracting innovative FDI to China? ", October 2010
Nº 387	Carlos F. Alves and Cristina Barbot, " Does market concentration of downstream buyers squeeze upstream suppliers' market power? ", September 2010
Nº 386	Argentino Pessoa " Competitiveness, Clusters and Policy at the Regional Level: Rhetoric vs. Practice in Designing Policy for Depressed Regions ", September 2010
Nº 385	Aurora A.C. Teixeira and Margarida Catarino, " The importance of Intermediaries organizations in international R&D cooperation: an empirical multivariate study across Europe ", July 2010
Nº 384	Mafalda Soeiro and Aurora A.C. Teixeira, " Determinants of higher education students' willingness to pay for violent crime reduction: a contingent valuation study ", July 2010
Nº 383	Armando Silva, " The role of subsidies for exports: Evidence for Portuguese manufacturing firms ", July 2010
Nº 382	Óscar Afonso, Pedro Neves and Maria Thompsom, " Costly Investment, Complementarities, International Technological-Knowledge Diffusion and the Skill Premium ", July 2010
Nº 381	Pedro Cunha Neves and Sandra Tavares Silva, " Inequality and Growth: Uncovering the main conclusions from the empirics ", July 2010
Nº 380	Isabel Soares and Paula Sarmiento, " Does Unbundling Really Matter? The Telecommunications and Electricity Cases ", July 2010
Nº 379	António Brandão and Joana Pinho, " Asymmetric information and exchange of information about product differentiation ", June 2010
Nº 378	Mónica Meireles, Isabel Soares and Óscar Afonso, " Economic Growth, Ecological Technology and Public Intervention ", June 2010
Nº 377	Nuno Torres, Óscar Afonso and Isabel Soares, " The connection between oil and economic growth revisited ", May 2010
Nº 376	Ricardo Correia and Carlos Brito, " O Marketing e o Desenvolvimento Turístico: O Caso de Montalegre ", May 2010
Nº 375	Maria D.M. Oliveira and Aurora A.C. Teixeira, " The determinants of technology transfer efficiency and the role of innovation policies: a survey ", May 2010

Editor: Sandra Silva (sandras@fep.up.pt)

Download available at:

<http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/>

also in <http://ideas.repec.org/PaperSeries.html>

www.fep.up.pt

FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DO PORTO

Rua Dr. Roberto Frias, 4200-464 Porto | Tel. 225 571 100

Tel. 225571100 | www.fep.up.pt