

A HIPÓTESE DE SAÍDA DO EURO(*)

Pelo Prof. Doutor Paulo de Pitta e Cunha

1. Tendo sido Portugal um dos Estados fundadores da zona euro, na qual se vem mantendo há já uma quinzena de anos, a decisão de sair, que poderemos designar por “Porexit” (por analogia com a conhecida expressão “Grexit”), teria mais inconvenientes do que vantagens.

Embora, na altura própria, tenha desaconselhado a participação no grupo de arranque da união monetária, também agora discordo, e ainda com maior veemência, da proposta (defendida em certos sectores) de abandono, pelo país, da moeda única europeia — salvo, claro está, na distante possibilidade de dissolução em bloco da união monetária.

O que com tal abandono se pretenderia seria a recuperação da possibilidade de prossecução de uma política monetária e cambial autónoma, tornando possíveis ganhos de competitividade que a permanência no âmbito da zona euro não permite, e a aceleração do crescimento económico induzido pelas exportações.

2. A razão fundamental pela qual advoguei, no passado, em face do lançamento da união monetária, uma atitude prudente de “*wait and see*”, como fez a Dinamarca, radicava-se precisamente

(*) Comunicação apresentada na Academia das Ciências de Lisboa em 25 de Fevereiro de 2016.

na relevância que atribuí à independência na prossecução da política monetária e cambial.

Tratar-se-ia agora de desfazer o compromisso de fixação definitiva da paridade, inerente à opção pela moeda única, com o conseqüente regresso a uma moeda nacional.

3. Admite-se que da recuperação de autonomia, por via do retorno ao escudo, ou da adopção de um “novo escudo”, resultasse o impulso das exportações.

Porém, para que esse efeito se verificasse em plenitude seria necessário não só que a procura externa dos bens e serviços produzidos e prestados no país tivesse a elasticidade suficiente para reagir positivamente à variação do respectivo preço, mas também que a oferta nacional pudesse responder por forma adequada ao acréscimo da procura.

A depreciação cambial é eficaz apenas a partir de determinado valor das elasticidades-preço da procura (procura externa de bens nacionais e procura nacional de importações).

Ora, é problemático que se verifiquem, na medida necessária, as condições relativas às elasticidades. Por um lado, pode duvidar-se de que exista uma elevada elasticidade da procura externa, atentos os tipos de bens que Portugal está em condições de produzir, pois ainda abundam na exportação os produtos tradicionais, e não tanto os que incorporam modernas tecnologias.

Por outro lado, na economia portuguesa, que dá sinais de poder sair da estagnação, ou quase estagnação, que já dura há década e meia, nem as exportações representam ainda uma percentagem suficientemente grande do PIB (embora se registem progressos significativos nesta matéria), nem se verificaram transformações estruturais que permitissem expandir a exportação dos tipos de bens transaccionáveis que mais se coadunam com a produção dos efeitos visados pela desvalorização.

Caso a economia dos países potencialmente importadores continue a atravessar uma fase de estagnação, ou de recessão (o que vai sucedendo na Europa, mormente na zona euro), dificilmente se processará o efeito visado pela depreciação cambial.

4. Tem-se notado, de resto, que o encarecimento das importações pode ter a consequência contrária à habitualmente prevista, na medida em que o excessivo aumento do valor de tais produtos em moeda nacional induza à restrição das respectivas importações. Este é um novo padrão de análise dos efeitos da desvalorização, que vem sendo observado em países emergentes, com o Brasil e a Rússia.

Se é certo que deste modo, abranda o efeito inflacionista que estaria ligado a um aumento das importações, a verdade é que, reduzindo-se as importações de bens necessários ao desenvolvimento da actividade produtiva, se acentuará a incapacidade do país para realizar as alterações estruturais necessárias ao incremento do potencial exportador.

5. Há que notar que a depreciação cambial, que se processará na sequência da saída da zona (tal depreciação sendo a consequência imediata, ou quase imediata, do regresso à moeda nacional), não deixará de suscitar uma pressão inflacionista, por via do encarecimento dos bens e serviços importados pelo país.

Tal inflação poderá servir para alimentar a ilusão monetária, como sucedeu quando das desvalorizações acordadas no fim dos anos 70 e começo dos 80 com o Fundo Monetário Internacional (a estabilidade nominal dos salários dissimulando a baixa real dos mesmos); mas terá como consequência o encarecimento dos produtos exportáveis e a neutralização, pelo menos parcial, do efeito de impulsão da competitividade externa.

Como se vê, a desvalorização cambial, sendo inegável que é uma arma relevante na panóplia dos instrumentos de correcção dos desequilíbrios externos, está longe de ser uma panaceia.

6. Não é difícil descortinar toda uma série de aspectos negativos que se relacionariam com o abandono da zona euro.

Em termos financeiros, o país ficaria entregue a si próprio, deixando de contar com a possibilidade de recurso aos mecanismos de auxílio (“*bail out*”) existentes no âmbito da zona euro, perdendo o apoio conferido pelo Banco Central Europeu, vendo o acesso aos mercados dificultado em razão da desconfiança e do cepticismo

gerados pela saída da zona, e deparando com uma reacção de retraimento por parte dos potenciais investidores estrangeiros.

O abandono da união monetária não deixaria de suscitar um abalo fortíssimo no sistema financeiro, não sendo, de resto, de excluir a possibilidade de falências bancárias.

Seria necessário (como aconteceu na Grécia em face da iminência do incumprimento das suas obrigações internacionais) introduzir rigorosos controlos de capitais, que se tornariam extensivos às próprias deslocações de pessoas ao estrangeiro, controlos esses que atentam contra a normalidade de funcionamento do mercado interno da União.

Põe-se, assim, o problema da compatibilidade da saída do país com as regras relativas às liberdades circulatórias e à concorrência dentro da União Europeia, as quais constituem elementos fulcrais do processo de integração.

No limite, poderia antever-se a saída do país da própria União Europeia — hipótese essa que os Tratados contemplam —, perspectiva que até há pouco parecia impensável, mas que constitui agora objecto de séria atenção. Lembremos, a este respeito, o anúncio referendo britânico sobre a permanência na União, envolvendo o risco do abandono. Não seria de excluir, aliás, que, a prevalecer o “não”, se viesse a estar no limiar da secessão escocesa (“Brexit” para a Inglaterra, Gales e Ulster; permanência na UE para a Escócia).

7. Como se referiu, os mercados financeiros internacionais não deixarão de se mostrar sensíveis ao clima de desconfiança criado pela decisão de saída do euro. Ora, é duvidoso que os investidores privados se mostrem atraídos pela economia do país que, tendo-se retirado da zona, optou pela desvalorização.

Por outro lado, a dívida externa, que no caso português (só quanto à que dimana do sector público) já ronda os 130% do PIB, sendo basicamente expressa em euros, passa a assumir, dada a depreciação em relação à moeda europeia, uma expressão incomportável em termos de moeda nacional, agravando-se as dificuldades de satisfação dos compromissos assumidos em relação ao exterior.

8. O valor excessivo da dívida externa portuguesa constitui, aliás, uma razão adicional para que se encare com perplexidade a hipótese de saída da zona. Sendo a receptividade dos credores indispensável para qualquer negociação que tenda a aliviar o peso daqueles compromissos, o abandono unilateral da zona estaria longe de criar o clima desejável para tal negociação.

Pelas razões que se enunciaram — a problemática consecução dos ganhos de competitividade inerentes à desvalorização e os aspectos negativos associados à perda de confiança e ao abalo sofrido pelo sistema financeiro —, é de concluir que a “Porexit” não constitui a via adequada à solução dos problemas da economia portuguesa. Mesmo que se tentasse o que se vem chamando, eufemisticamente, uma saída “organizada”, seria sempre uma navegação para águas repletas de escolhos.

9. Sendo de esperar que a proclamação da saída da zona e consequente retorno à moeda nacional implique uma imediata depreciação desta última, torna-se difícil prever que amplitude teria essa depreciação. Em relação à Grécia, têm sido aventadas percentagens muito altas, da ordem dos 50% ou mais. Para Portugal, julgo que não se ousou, até agora, antecipar uma expressão numérica para a desvalorização que se seguisse à passagem à moeda nacional.

De resto, muito depende das circunstâncias em que a saída se processe. Ela pode dar-se quando o país se encontre “encostado às cordas” e incapaz de aceder aos mercados financeiros, como foi a situação recente da Grécia, provisoriamente salva, “*in extremis*”, pela concessão de um terceiro resgate, no valor de 85 mil milhões de euros (a somar aos dois anteriores, que totalizaram 240 mil milhões, havendo ainda que considerar o “desconto” representado pelo “*hair cut*” de 2012). Mas também pode ser desencadeada em condições menos extremas, como pensamos que sucederia com Portugal que, até ao presente, beneficiou de um único resgate, de 78 mil milhões de euros.

Ora, se o país já recuperou o acesso aos mercados financeiros, e a taxas de juro (por enquanto) comportáveis, se já foi completado

o programa de auxílio externo e se a economia vem registando alguns sinais de recuperação e de redução do desemprego, a hipótese de saída, salvo alterações políticas ou económicas graves, que se processem a nível interno ou a nível internacional, tende a tornar-se meramente académica.

Como se sabe, a opção pela moeda única, para ter êxito, deveria envolver amplas mudanças estruturais, visando sobretudo a melhoria da produtividade e a preservação da competitividade externa (em particular em relação aos outros membros da zona).

Faltando estas mudanças, por o país ter incautamente entrado para a zona descurando a adequação aos novos imperativos, deixa de se estranhar que se envolva na crise das dívidas soberanas, crise tanto mais perigosa quanto mais acentuada for a imperfeição do modelo concreto da união.

10. O abandono da união monetária por parte de um (ou mais) dos seus membros, mesmo que não dos mais fortes, não poderia deixar de se traduzir num forte abalo na já de si debilitada construção europeia — agora, para mais, agravada pela crise migratória, e pelas ásperas discordâncias entre os Estados-membros quanto à solução deste problema.

Quer se concorde, quer não, com a formação da união monetária, o certo é que esta é um facto consumado e representa o ponto mais alto das políticas de integração.

A saída da zona por um dos participantes poria termo à visão da irreversibilidade da composição da união monetária; seria um grave revés num processo que tomou como lema “a união cada vez mais estreita”, e poderia desencadear um efeito de contágio, de imprevisível extensão.

Compreende-se que, no âmbito do Eurogrupo, se tenham desenvolvido extensos esforços com vista a reter a Grécia no âmbito da zona — esforços facilitados pela inversão da posição do Governo helénico, que havia chegado ao poder sob o signo da anti-austeridade. Por parte do ministro das Finanças alemão, propugnador da linha dura da penalização dos países “esbanjadores”, chegou a ser aventada a hipótese de uma “Grexit” temporária —

solução que a Chanceler se apressou a descartar, certamente inspirada sobretudo em considerações de ordem geo-estratégica. Resta saber por quanto tempo se poderá manter aquela irreversibilidade.