



E SE PORTUGAL SAIR DO EURO?

António de Macedo Vitorino

Ao longo destes últimos dois anos tem ocorrido a muitos a questão: e se Portugal sair do Euro? Alguns defendem-no abertamente; outros opõem-se firmemente; a maioria interroga-se, receia e procura não pensar nas consequências que antevê catastróficas.

A verdade é que o nível da dívida pública reconhecida que se situa em 127% do produto interno bruto (PIB). A dívida pública reconhecida tem aumentado pela soma dos défices anuais consecutivos e das dívidas de empresas públicas que hoje consolidam com o Estado. Daí que se tenha passado de cerca de 90% do PIB para os actuais 127% do PIB. Se considerarmos ainda a dívida das empresas públicas que ainda não consolidam com o Estado e, principalmente, as responsabilidades que resultam das parcerias público-privadas, a dívida pública deve estar acima dos 140% do PIB, com aliás já se anuncia que sucederá em breve na sequência da revisão das normas contabilísticas europeias. Já em 2010, se a memória não me falha, um estudo do BPI calculava a dívida do Estado (consolidada e não consolidada) em mais de 126% do PIB.

Por isso será difícil a Portugal resolver o problema do défice público e pagar integralmente aos seus credores. Muitos defendem por isso que Portugal deixe de pagar aos seus credores. Outros a renegociação ou reestruturação da dívida, que é como quem diz, o perdão parcial da dívida. Outros ainda defendem a saída do Euro conjuntamente com um perdão da dívida ou simplesmente a cessação de pagamentos.

Portugal pode ser obrigado a sair do Euro ou apenas o fará se quiser?

Antes de respondermos à questão de saber se o que se passa se sairmos do Euro, temos de nos perguntar se alguém nos pode obrigar a sair do Euro.

A questão já foi colocada a propósito da Grécia. Desde o início da crise da dívida soberana grega foi dito pelos políticos que os gregos apenas tinham dois caminhos: (i) chegar a um acordo com os seus credores e manter-se no Euro ou (ii) renegar a sua dívida e sair do Euro. Isto não é verdade. Nenhum Estado-membro é obrigado a sair do Euro se recusar cumprir a sua dívida e não pode ser obrigado a isso. Os partidos da extrema-esquerda têm-no dito mas a posição convencional do sistema é que o repúdio da dívida leva inevitavelmente à saída do Euro. Do ponto de vista económico e jurídico, ou seja, lendo o que dizem os Tratados que nos regem, nenhum Estado-membro pode ser forçado a sair do Euro senão por sua livre vontade. O que seja “livre vontade” já é outra coisa, de que não nos ocuparemos neste editorial.

O que é verdade é que o incumprimento da dívida pública teria consequências potencialmente desastrosas. Primeiro, o Estado incumpridor veria fechado o acesso aos mercados financeiros durante um longo período de tempo e não poderia financiar défices. Se, desonerado do serviço de dívida, o Estado em causa puder continuar a satisfazer os seus compromissos para com pensionistas, funcionários e fornecedores, então seria teoricamente possível ao Estado manter-se no Euro. A segunda consequência do incumprimento seria provocar perdas significativas aos credores. A ideia pode agradar a alguns mas se os credores forem bancos nacionais, então,



dependendo do volume das perdas, o mais natural seria provocar a falência desses bancos. O Estado teria então de resgatar esses bancos para evitar uma corrida aos depósitos. Relembre-se que os bancos apenas guardam uma pequena parte do dinheiro depositado. A maior parte é emprestada às famílias, empresas e ao Estado. Faltando a parte do Estado, o banco deixaria de manter as reservas que manda a lei. Por fim, independentemente de os bancos nacionais falirem ou deixarem de guardar as reservas que a lei exige, haveria uma corrida aos bancos e os depósitos maiores seriam transferidos para o estrangeiro. O Estado teria de intervir resgatando os bancos e impondo restrições aos levantamentos de depósitos e às transferências para o exterior.

Contudo, nenhuma destas consequências levaria à saída automática ou forçada do Euro; para sairmos do Euro temos de o fazer pelo nosso próprio pé.

Se o Estado deixar de pagar aos seus credores seria melhor estar dentro ou fora do Euro?

A única resposta a esta questão é: “não sabemos ao certo”. O que sabemos é que a saída do Euro tem consequências negativas inevitáveis. Primeiro, todas as obrigações do Estado seriam “redenominadas” na nova moeda nacional. Segundo, a nova moeda desvalorizar-se-ia de imediato, 20, 30, 40%. Não se sabe ao certo de quanto seria a desvalorização mas seria significativa e galopante. O efeito imediato da desvalorização é a descida do preço de todos os bens denominados na nova moeda. Internamente, esse efeito traduzir-se-ia em inflação, ou pior, em hiperinflação.

Em Portugal no final dos anos setenta a inflação anual andou sempre acima dos 20%. Em caso de saída do Euro a inflação pode ser muito superior a 20% ao ano. A Alemanha viveu uma situação de hiperinflação nos anos 20. A América latina também no último quartel do século passado. As consequências da inflação para a economia são devastadoras. O único aspecto positivo seria a desvalorização das exportações mas esse efeito poderia ser anulado pelo aumento do custo das importações. Na prática, os portugueses deixariam de poder adquirir automóveis, electrodomésticos etc. Um efeito semelhante à situação actual mas amplificada pelo aumento exponencial no valor desses bens que resultaria da desvalorização cambial e da inflação. Atente-se que a desvalorização da moeda e a inflação andam sempre juntas mas não são o espelho uma da outra. Factores psicológicos interferem numa e noutra, o que significa que podem ter valores diferentes não se anulando mutuamente.

O terceiro efeito da redenominação da moeda é a redenominação dos empréstimos. Para as empresas portuguesas com empréstimos redenominados para a nova moeda nacional mas dependentes da exportação, o efeito poderia ser positivo, pese embora perderem o acesso aos mercados internacionais de dívida; para as empresas com empréstimos em moedas estrangeiras e dependentes do mercado interno, o efeito seria aniquilador. Para as famílias que tivessem e mantivessem reservas em Euros no estrangeiro ou em metálico, seria possível negociar o reembolso com os bancos com descontos significativos próximos ou superiores à desvalorização cambial, os demais teriam de satisfazer os seus créditos na nova moeda. O resultado seria neutro se a nova moeda não se desvalorizasse e se não houvesse inflação mas como vimos tal não seria o caso. O mais provável seria os bancos deixarem de aplicar a taxa Euribor, fixada para os empréstimos em Euros, voltando a aplicar algo parecido com a Lisbor, a taxa determinada por bancos nacionais para empréstimos em moeda nacional. As taxas de referência aumentam com a



inflação e a desvalorização cambial, porque ninguém empresta esperando receber uma coisa de menor valor sem que isso não seja compensado pelo juro; logo, a Lisbor poderia andar pelos 20%, 30%, 40%... Não sabemos. Seria muito certamente. Provavelmente, os juros tornar-se-iam in comportáveis para os proprietários que dependessem do seu trabalho que são uma grande parte da população activa.

Para os bancos a situação seria pior porque os bancos nacionais não se financiam apenas com os depósitos nacionais mas também com recurso aos mercados financeiros internacionais. Assim, ainda que não houvesse fuga de capitais, o acesso aos mercados internacionais seria fechado e os bancos deixariam de poder honrar os seus depósitos e outras obrigações.

Os efeitos da saída do Euro podem ser mitigados por leis que proibam a fuga de capitais, estabeleçam controlos cambiais, regulem os preços dos bens essenciais, vedem o levantamento de depósitos e outras medidas que contrariem ou limitem todos os efeitos adversos que são passíveis de ser regulados. Viveríamos, assim, durante algum tempo num estado de sítio económico, numa economia dirigida pelo Estado.

E seria possível negociar o perdão (ainda que parcial) com os credores?

Se a decisão de deixar de cumprir pudesse resultar de uma decisão unilateral, como sucedeu de certa forma com a cidade de Detroit (que declarou falência), a manutenção no Euro parece apresentar vantagens significativas na medida em que nenhum dos efeitos adversos que referimos acima se verifica de forma tão abrupta. Contudo, verificar-se-iam todos os efeitos referidos na resposta à primeira questão. Por essa razão a melhor solução parece ser a negociação.

O problema de uma negociação é que a parte mais fraca acaba por ceder quando só tem uma arma que sabe ter consequências gravosas para si. Foi isso que nos sucedeu até hoje. O Governo português tem argumentado: temos cumprido tudo o que nos pedem por isso merecemos uma austeridade mais suave. Poderia ainda argumentar que se deixar de cumprir os credores perdem mais.

O Governo tem tentado a primeira via com algum, repita-se “algum e apenas algum” sucesso. Não vale a pena enumerar as diversas revisões das metas orçamentais acordadas em 2011, seja qual for a causa, erros na avaliação do défice real, erro voluntário aliás, e erros na previsão do que seria a evolução, que decorrem muito do primeiro, e erros na execução, nomeadamente na relação entre o que seria conseguido por redução de despesa e aumento da receita. O que vale a pena realçar é que o argumento tem tido acolhimento junto dos credores por mérito (em alguma parte do Governo) e por receio de perder mais como sucedeu na Grécia. Mesmo sem ameaça de incumprimento, os credores receiam que o cumprimento deixe de ser possível e por isso têm atendido aos pedidos que lhe são dirigidos.

Certo é que a renegociação impõe sempre consequências gravosas, a aceitação dos “pacotes de austeridade”: cortes de despesa e, a maior parte das vezes, aumento de impostos. O problema destas soluções é que o ajustamento não é automático, ou seja, não resulta directamente da acção dos agentes económicos. O ajustamento em curso tem sido profundamente influenciado, senão mesmo dirigido, pelos decisores políticos, com as consequências negativas (algumas também positivas embora nem sempre compreendidas) que se conhecem. A recusa de pagamento e a saída



do Euro provocariam um ajustamento automático mas com consequências adversas imediatas e quase incontroláveis como vimos atrás.

Uma ideia diferente...

Tentemos então uma outra via. Fixemos, em primeiro lugar, dois objectivos centrais: primeiro, que a repartição de sacrifícios seja equitativa entre credores, pensionistas e trabalhadores do Estado; segundo, que a economia possa ajustar automaticamente com um quadro de estabilidade de cinco a dez anos, sem alterações de rumo (vulgo, aumentos de impostos e decisões políticas *ad hoc* para proteger este ou aquele grupo). Fixados estes objectivos, sabemos que os cidadãos gostariam que não houvesse novos impostos ou mesmo ver reduzida a carga fiscal; sabemos que os credores querem recuperar tudo o que puderem e, se possível, receber o juro do seu investimento; os trabalhadores do Estado e pensionistas receber salários e pensões.

Suponhamos então que o Estado decide pagar parte das suas responsabilidades em títulos do tesouro que se vencem a 30 anos e rendem juros a partir do quinto ano e sempre indexados ao crescimento real da economia. Tais títulos seriam negociáveis em mercado e poderiam ser amortizados ou recomprados pelo Estado. Tal como numa eventual saída do Euro esses títulos perderiam valor no momento da emissão: 10, 15, 20, 30% ou mais depende das expectativas dos eventuais compradores, se os houver (e normalmente há), isso implicaria um corte na dívida pública, nos funcionários, pensionistas todos os que tivessem qualquer recebimento a haver do Estado mas apenas sobre uma parte do valor a receber. Quem guardasse para si esses títulos poderia perder dinheiro até à data do reembolso, o mais provável, ou ganhar o juro se o houver que resultasse do aumento do PIB e da competitividade da economia. Todos seriam parceiros, para o bem e para o mal. A solução é, pois, equitativa.

A solução permite um ajustamento automático, ou seja, fixado um programa de ajustamento a cinco a dez anos podemos prever cenários com e sem crescimento, como todos recebem a mesma remuneração ou nenhuma, o nível de dívida pública pode ser ajustado bem como o défice. Haveria que decidir e negociar as percentagens dos pagamentos a fazer com estes títulos, a duração do programa de pagamentos em títulos e muitas outras coisas.

E acabaria a austeridade?

Infelizmente não. Há problemas estruturais que têm de ser resolvidos: a dimensão do Estado, o equilíbrio do regime de pensões, o excesso de carga fiscal sobre os cidadãos e as empresas. Esses problemas terão de ser resolvidos de uma forma ou outra. O que ficaria resolvido seria o problema de solvência imediata do Estado de forma mais equitativa e justa do que pagar a uns e não pagar a outros.

Fica a sugestão.

Lisboa, 31 de Julho de 2013