



nifip

**Núcleo de Investigação em Finanças Públicas
e Política Monetária**

FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DO PORTO

NIFIP Comentários

NIFIP CM - 02

Out 2011

**Algumas Ideias Apresentadas no Debate
“Sem Euro nem beira”
sobre o Futuro do Euro Organizado pela
ShARE-UP**

Paulo R. Mota

Faculdade de Economia do Porto and NIFIP

25 de Outubro de 2011

1. As Lições da História

O sistema monetário internacional tem alternado nos últimos 150 anos entre um regime de câmbios fixos e um regime de câmbios flexíveis em função do confronto que em determinados momentos da história se estabelece entre as vantagens e desvantagens associadas a um e a outro. Entre 1870 e 1914 tivemos a primeira experiência de câmbios fixos a nível global – Sistema de Padrão-Ouro. O sistema foi interrompido devido à I Guerra Mundial, período em que se assistiu a significativas flutuações do valor das moedas, e foi retomado entre 1922 e 1931. O Padrão-Ouro não sobreviveu à Grande Depressão e entre 1931 e 1944 tivemos de novo câmbios flutuantes, a que se seguiu um regime de câmbios fixos mas com paridades ajustáveis – Sistema de Bretton-Woods (1944 – 1971). A partir de 1971 tem vigorado um regime de câmbios flexíveis entre as principais moedas mundiais, com tentativas regionais de estabilização do valor das moedas, como os exemplos na Europa da Serpente Monetária (1972-78), do Sistema Monetário Europeu (1979-1999), e do projecto de moeda única – Euro - a partir de 1999.

A história mostra-nos que os regimes de câmbios fixos não sobrevivem a crises económicas graves. Tal deve-se normalmente: *i)* à existência de efeitos assimétricos dessas crises nos diferentes países do sistema; *ii)* à existência de problemas de liquidez dos países com balanças de pagamentos deficitárias o que dificulta a intervenção no mercado cambial; *iii)* a problemas com o mecanismo de ajustamento da balança de pagamentos que origina a perpetuação dos desequilíbrios - países cronicamente deficitários e países cronicamente deficitários; *iv)* problema de confiança no sistema provocada por *ii)* e *iii)* que origina ataques especulativos.

Uma das lições que podemos retirar da Grande Depressão dos anos 30 do século passado é de que os países que mantiveram durante mais tempo o valor das suas moedas relativamente ao ouro, como a França, Itália, a Bélgica, a Holanda e a Suíça, viram as sua competitividade diminuir originando o agravamento da balança de pagamentos e o prolongamento da depressão. Ao contrário os países que mais rapidamente desvalorizaram as suas moedas (em 1930), como os E.U.A. e o Reino Unido recuperaram mais rapidamente da depressão.

Daqui se depreende: *i)* se não se verificar uma significativa reforma das instituições e do modelo de governação do Euro a par da recuperação económica das economias o Euro acabará inevitavelmente; *ii)* nessas circunstanciais, do ponto de vista de Portugal não é benéfico prolongar a manutenção da sua moeda no Euro.

A grande incerteza dos efeitos da saída de Portugal do Euro ou mesmo o fim da moeda única nomeadamente ao nível da instabilidade do sistema financeiro, dos custos e acesso ao financiamento, e da recessão económica que se seguiria sugere, no enquanto, que o melhor cenário seria a reforma das Instituições Europeias e do modelo de governação do Euro no sentido do aumento da integração Europeia que permita a sobrevivência da moeda única e a nossa permanência.

2. Reforma do Enquadramento Económico e Institucional da UE

As instituições e os mecanismos de governação do Euro estão desenhados e assentam em modelos e teorias económicas que funcionam apenas em períodos de prosperidade e não estão adaptados a crises com dimensão da actual. O problema é não apenas financeiro, capaz de ser resolvido com um fundo de estabilização, mas sobretudo económico derivado de um bloqueio que impede a aplicação dos instrumentos macroeconómicos necessários à resolução das crises.

Os pilares da resolução da crise que estão ser discutidos em no Conselho Europeu de Bruxelas deste fim-de-semana que não envolvem o BCE (reestruturação da dívida Grega, recapitalização dos bancos Europeus e reforço do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira) embora necessários como medidas de emergência não parecem, infelizmente, resolver estes bloqueios

A experiência da Grande Depressão dos anos 30 do século passado e a Teoria Keynesiana ensina-nos que: *i*) Os Bancos Centrais devem baixar a taxa de juro e estar preparados para injectar toda a liquidez necessária no sistema bancários, de forma manter o bom funcionamento do mercado monetário e garantir a estabilidade do sistema financeiro; *ii*) os governos não devem tentar equilibrar o saldo orçamental quando a economia ameaça entrar em colapso.

2.1. Política Monetária – O Papel do Banco Central Europeu

Em períodos de crise, em particular, com estas características, o Banco Central deve baixar as taxas de juro, injectar liquidez no sistema bancário, e assegurar o bom funcionamento do mercado monetário interbancário.

A reacção dos bancos centrais, à recente crise iniciada no sistema financeiro com a queda do mercado imobiliário nos Estados Unidos a partir de Agosto de 2007, foi bem diferente da reacção dos bancos centrais na Grande

Depressão. O Banco Central Europeu, em particular: *i*) desceu a taxa de juro de referência (das operações principais de cedência de liquidez); *ii*) aumentou a frequência da intervenção no mercado monetário através de *fine-tuning open market operations*; *iii*) aumentou substancial dos montantes de liquidez cedidos ao mercado monetário (*open market operations with pre-announced full allotment*); *iv*) aumentou o prazo de maturidade das operações de cedência de liquidez; *v*) expandiu o conjunto de activos aceites como colateral nas operações reversíveis de cedência de liquidez; *vi*) aumentou o número de contrapartes elegíveis para as operações de refinanciamento e para a facilidade permanente de cedência de liquidez; *vii*) comprou dívida pública dos países em dificuldades em mercado secundário (*quantitative easing*).

A acção do BCE embora tenha contribuído para a estabilização das condições do mercado monetário na Zona Euro e para a redução da volatilidade das taxas de juro de muito curto prazo, em especial a taxa de juro de *overnight* (medida pela EONIA) caracterizou-se, no entanto, por algumas hesitações e alguns erros que derivam do seu objectivo final exclusivo de política monetária – a manutenção da taxa de inflação abaixo mas perto de 2% no médio prazo (Art. 105º do Tratado que Institui a União Europeia). O BCE demorou a reagir e inclusive subiu a taxa de juro de referência para 4.25% em Julho de 2008 quando as consequências das crise iniciada cerca de um ano antes eram já antecipáveis. O BCE inicia a descida das taxas de juro apenas em 15 de Outubro de 2008, tendo esta atingido o valor mais baixo desde a vigência do Euro (1%) em 13 de Maio de 2009. Recentemente, enquanto a Reserva Federal dos Estados Unidos e o Banco do Japão mantêm as taxas de juro muito próximas de zero o BCE volta a subir a taxa de juro de referência a 13 de Abril de 2011 para 1.25% e depois para 1.5% em 13 de Julho, enquanto a situação económica de alguns países da União com a Grécia e Portugal se agravam, ameaçando de novo a estabilidade do sistema financeiro e o próprio projecto de moeda única.

Para facilitar a reacção do BCE a crises desta natureza seria importante uma alteração dos seus estatutos no que se refere ao objectivo final de política monetária no sentido de uma ponderação dos objectivos de estabilidade de preços e de crescimento económico e desemprego. Este novo mandato certamente impediria a subida da taxa de juro de referência em situações em que a economia está à beira da recessão.

Por outro lado, a crise de dívida na União Europeia é uma crise em moeda doméstica. Por essa razão O BCE deveria, ainda, monetizar de forma mais agressiva a dívida pública até a crise estar resolvida (na linha do que tem sido feito pela Reserva Federal nos Estados Unidos). Reconhecidamente, esta estratégia acarreta riscos de aumento da inflação no futuro, mas deverá aceitar-se como medida transitória em face do possível colapso do sistema

financeiro Europeu (um novo “efeito Lehman Brothers”) provocado desta vez pela reestruturação e significativa perda de valor da dívida soberana dos Estados do Sul, que acabará por levar à intervenção do Governo, originará um aumento dos défices e da dívida e pressionará afinal, também, para o aumento da taxa de inflação.

2.2. Política Orçamental – O Papel do Governo

Sabemos que neste tipo crises a política monetária poderá não ser suficiente. A taxa de juro atinge valores muito perto de zero antes que a procura reaja suficientemente. Temos a situação da armadilha de liquidez. Apesar das taxas de juro estarem muito baixas, o que em circunstâncias normais relançaria o investimento e o consumo, as empresas não só não investem, porque as expectativas para o futuro quanto á evolução da procura do seu produto são más, como inclusive podem optar por diminuir as suas dívidas. Este último fenómeno é típico de recessões provocadas por diminuição dos activos das empresas e ou dos bancos devido, por exemplo, à queda abrupta do valor das obrigações colateralizadas por crédito hipotecário de *subprime* como aconteceu a partir de Agosto de 2007, ou como poderá acontecer na sequência do não reembolso parcial das obrigações soberanas de países em dificuldade. Nestas circunstâncias o aumento do investimento público não provoca o efeito de *crowding out* do investimento privado, simplesmente porque as empresas estão a poupar e a saldar dívidas em vez de investir. O governo deverá, assim, fazer o contrário das empresas. Em períodos de expansão, o governo deverá abster-se de intervir demasiado, pois aí sim poderá provocar *crowding-out* do investimento privado e deverá aproveitar para melhorar a situação orçamental. Em períodos de recessão o governo deverá gastar enquanto as empresas estão a poupar.

A tímida política orçamental expansionista na Europa e nos Estados Unidos a par com a injeção de capital no sistema bancário em alguns países originou o aumento dos défices orçamentais e causou uma crise de dívida soberana nos países mais frágeis do Euro. A solução preconizada tem sido a inversão drástica da expansão orçamental no sentido da consolidação agressiva num curto espaço de tempo, com o objectivo de restaurar a confiança dos investidores.

Preconiza-se ao contrário uma política orçamental expansionista conduzida ao nível Europeu numa situação de recessão com efeitos assimétricos nos países. Para isso seria necessário, primeiro, um muito maior orçamento comunitário que reforce os poderes de intervenção das autoridades

comunitárias. Actualmente o orçamento comunitário ronda apenas 1% do PIB da União Europeia, sendo que as despesas com a PAC representam cerca de 40%. Ora um orçamento deste tipo não permite a estabilização macroeconómica da União. Segundo, a existência de mecanismos de transferência entre Estados e ou regiões afectados por choques assimétricos. Terceiro, emissão de obrigações soberanas europeias com um limite, por exemplo, 60% do PIB da União com as restantes necessidades de financiamento dos estados a serem asseguradas da forma actual.

Reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento no sentido da alteração do modo de cálculo do défice público relevante para aferição do cumprimento do critério, nomeadamente: i) consideração de factores conjunturais; ii) tratamento diferenciado de despesas de investimento com características infra-estruturais e de I&D; iii) mecanismos de limitação do enviesamento expansionista da política orçamental; iv) diferenciação temporária das regras de disciplina orçamental em função da dimensão e do nível de desenvolvimento económico do país.

2.3. O Ajustamento da Balança de Pagamentos

Os regimes de câmbios fixos falham muitas vezes ao nível do mecanismo de ajustamento da balança de pagamentos. Adesão ao Euro não permitiu reduzir os desequilíbrios da balança de pagamentos entres os países existindo países com défices crónicos como Portugal, e países permanentemente superavitários como a Alemanha. O problema do excesso de endividamento do Estado Português é parcialmente derivado do défice crónico da balança de pagamentos, pelo que a redução destes desequilíbrios, numa circunstância em que não existe a possibilidade de recorrer ao instrumento taxa de câmbio, é de primordial importância

Tem sido advogado que a saída para a crise de países cronicamente deficitários como Portugal só poderá passar pela aposta no sector dos bens transaccionáveis internacionalmente para aumentar as exportações. Acontece que os défices de uns países são os superávites de outros, e a verdade é que países cronicamente superavitários como a Alemanha desejam perpetuar os seus excedentes comerciais. Assim, o modelo de crescimento não pode ser igual para todos. Nem todos os países podem tentar sair da crise pela via da procura externa, ou seja aumentando as exportações. Isto é válido na União Europeia como para o Mundo em geral. Como escrevia há pouco tempo Martin Wolf no Financial Times, “o mundo não pode ter um superavite comercial com Marte”!

Nas actuais circunstancias há muito pouco que um pequeno país como Portugal pode fazer sozinho para sair da crise. Se os países superavitários e com maior margem orçamental não conduzirem um política orçamental expansionista dirigida à procura interna, aceitando como custo alguma inflação, o esforço de ajustamento recairá unicamente sobre os países deficitários sobre a forma de recessão profunda e prolongada que torna insustentável a manutenção no Euro. Este facto foi reconhecido por Keynes cuja proposta, não aceite, na conferência de Bretton-Woods introduzia mecanismos que pressionavam os países cronicamente superavitários a gastar o excedente em produtos dos países deficitários.

Alternativas seriam a implementação de reformas estruturais no sentido do aumento da competitividade e a redução dos salários reais. Contudo, relativamente à primeira, isso requer tempo e ainda assim teríamos que fazer melhor do que os outros países e não apenas melhor do que fazemos actualmente. No que respeita à segunda, o aumento da competitividade originaria uma *race to the botton* em que acabaríamos com estrutura produtiva tecnologicamente ainda mais atrasada e mais trabalho intensiva – ou seja caminharíamos para o padrão de especialização dos países mais pobres.