

## A TAXA DE CÂMBIO REAL EM PORTUGAL

Nos últimos anos tem-se assistido a uma significativa apreciação real do Escudo. Essa apreciação iniciou-se em 1985, com a interrupção do regime de desvalorização deslizando, e acentuou-se em meados de 1990, quando o *crawling peg* foi definitivamente abandonado e substituído por uma ligação informal do Escudo em relação ao Marco. No Quadro 1 apresenta-se um indicador da taxa de câmbio real observada (TCR), que é basicamente um IPC relativo, calculado segundo Macedo e Corado (1989). No período de 1986 a 1991 o aumento do indicador reflecte uma apreciação real do Escudo da ordem dos 20%.

A apreciação real do Escudo tem sido, por vezes, apontada como uma consequência da utilização da taxa de câmbio na política de desinflação, e por conseguinte, atribuível à discricionariedade das autoridades económicas. Mas essa visão não é compatível com a ideia de que a taxa de câmbio real não pode ser influenciada de forma sistemática pela política cambial. Se a taxa de câmbio nominal é fixada a um nível tal que a taxa de câmbio real fique sobrevalorizada, haverá uma menor procura dirigida à produção nacional, e consequentemente os preços internos tenderão a aumentar menos do que os do resto do mundo, corrigindo o nível da taxa de câmbio real. Como é evidente, o ajustamento pode ser retardado por factores de rigidez no ajustamento dos preços, mas nesse caso assistir-se-á a uma progressiva deterioração das contas externas. No limite, se a inércia do processo de inflação for de tal ordem que a apreciação real atinja níveis elevados, haverá uma crise na balança de pagamentos, e a moeda será alvo de ataques especulativos que forçarão o ajustamento pela via da desvalorização nominal.

Ora no caso presente, não só a apreciação real tem persistido, como tem sido compatível com a preservação do equilíbrio externo. No Quadro 2 vemos que o saldo da Balança Fundamental (dada pelo soma do saldo primário da Balança de Transacções Correntes com o Investimento Directo Estrangeiro) se tem mantido positivo. Isso significa que o déficite da Balança de Bens e Serviços tem sido financiado por fluxos financeiros de natureza estável e que, por conseguinte, o cenário de crise na balança de pagamentos está fora de causa.

O facto de o superavit ocorrer num contexto de apreciação real do Escudo e de elevado crescimento da procura interna, sugere que a apreciação tem alguma justificação no lado real da economia. O papel da taxa de câmbio real no ajustamento macroeconómico pode ilustrar-se através de uma versão modificada do diagrama de Krugman e Macedo (1979). No eixo horizontal da Figura 1 representa-se o *gap* de output, que mede os impulsos da procura, e no eixo vertical, o *gap* cambial, medido pelo desvio percentual da taxa de câmbio real observada em relação à taxa de câmbio real de equilíbrio, definida como aquela que equilibraria a Balança Fundamental em condições de pleno emprego (um *gap* cambial positivo significa que a moeda está sobrevalorizada).

No eixo vertical estão representadas as combinações dos dois *gaps* para as quais existe equilíbrio interno. Assim pontos à esquerda do eixo das ordenadas (como o ponto Q) revelam situações de agravamento do desemprego (*gap* de output negativo), e em pontos à direita (como o ponto R) existem tensões inflacionistas (*gap* de output positivo).

A curva BB representa as combinações de *gap* de output e *gap* cambial que equilibram a Balança Fundamental: Se, a partir do equilíbrio macroeconómico (ponto O), a taxa de câmbio real observada se apreciar em relação à taxa de câmbio real de equilíbrio, mantendo-se o pleno emprego, a Balança Fundamental apresentará um déficit (ponto P). Mas um *gap* cambial positivo é compatível com o equilíbrio externo desde que a economia esteja numa situação de desemprego (ponto Q). Reciprocamente, para haver equilíbrio externo quando o produto cresce acima do pleno emprego, o *gap* cambial tem de ser negativo (ponto R). A curva de equilíbrio externo é, portanto, negativamente inclinada no espaço dos dois *gaps*. As quatro zonas de infelicidade económica caracterizam-se, respectivamente, por inflação e déficit (zona I), inflação e superavit (zona II), desemprego e superavit (zona III) e desemprego e déficit (zona IV).

Para representar a trajectória da economia portuguesa, vamos usar os resultados de um trabalho empírico que realizamos recentemente (ver Freitas, 1992: a descrição detalhada do método de estimação não cabe nos objectivos desta pequena nota, e deve procurar-se no texto original). Em termos gerais, o *gap* de output é medido pelos desvios do produto real em torno de uma tendência determinística (com alteração de declive em 1973), e o *gap* cambial é medido pelo desvio da taxa de câmbio real observada em relação a uma taxa de câmbio FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate), calculada segundo o método de Williamson (1983). Esse método consiste em estimar uma equação para a Balança Fundamental, em cujos argumentos estejam incluídos o *gap* de output e a taxa de câmbio real (entre outros), e calcular o valor desta última para o qual o saldo de pleno emprego da Balança Fundamental fica equilibrado.

Na estimação usamos dados anuais para o período 1958-1990 e os resultados obtidos encontram-se no Quadro 1 (um aumento da taxa de câmbio FEER significa que é requerida uma apreciação real). O *gap* cambial é medido pelo desvio percentual da taxa de câmbio real observada (TCR) em relação à FEER (um *gap* positivo, significa que o Escudo está apreciado em relação ao seu valor de equilíbrio). A taxa de câmbio FEER constitui uma aproximação precária da taxa de câmbio real de longo prazo, mas dada a dimensão dos choques que atingiram a economia portuguesa no período em análise, os resultados da estimação proporcionam uma leitura sugestiva.

Na Figura 2 representamos a evolução da economia portuguesa para o período 1973-1992, com base nos *gaps* cambial e de output estimados. As fases do ajustamento macroeconómico posterior à revolução (1974-75, 1976-77, 1978-79, 1980-82, 1983-85, 1986-90, 1991-92) surgem claramente à luz do diagrama.

Nos finais dos anos 60 e até 1972 a economia portuguesa encontrava-se próxima do pleno emprego, com o Escudo ligeiramente desvalorizado (zona III). Em 1973 houve um grande crescimento do produto (11,2%), e ter-se-ão feito sentir pressões inflacionistas, pelo que antes da revolução a economia já se devia encontrar na zona I (inflação e déficit).

Com o choque petrolífero de 1973 a balança fundamental deteriorou-se para cada nível de emprego, pelo que o restabelecimento do equilíbrio macroeconómico exigiria uma depreciação real (no Quadro 1 vemos que a taxa de câmbio de equilíbrio, FEER, diminui cerca de 10% entre 1973 e 1975). No entanto, essa desvalorização não ocorreu, pelo contrário, como a inflação em Portugal foi superior à dos principais parceiros, a taxa de câmbio real (TCR) aumentou, e conseqüentemente o *gap* cambial tornou-se positivo, atingindo 30% em 1975. Como ao mesmo tempo houve uma estagnação da actividade económica, a economia passou da zona I (de inflação e déficit) para a zona IV (de desemprego e déficit), aproximando-se do equilíbrio externo.

Em 1976 iniciou-se um ciclo de expansão, mas com desvalorização cambial insuficiente. A desvalorização discreta de 15% em Fevereiro de 1977 e a introdução do *crawling peg* em Agosto do mesmo ano permitiram reduzir o *gap* cambial para 18%, mas não elimina-lo, o que combinado com a expansão do produto de 4.8% impediu a correcção do déficit externo. Em 1977 a economia encontrava-se de novo na zona I, e o déficit da Balança Fundamental era de 7.7% do PIB. As dificuldades sentidas em obter financiamento externo levaram as autoridades portuguesas a efectuar um acordo de estabilização económica com o FMI.

Durante o programa de estabilização de 1978-1979 a política de desvalorização foi bem sucedida em eliminar o *gap* cambial. A introdução de limites à expansão do crédito e a subida de alguns impostos provocaram uma contenção nas componentes privadas da despesa interna, mas o elevado consumo público e, sobretudo, o grande incremento das exportações induzido pela desvalorização cambial, permitiram manter o crescimento do produto. Em 1979 a taxa de câmbio real deverá ter estado próxima do equilíbrio, mas a economia já se encontrava na zona de inflação. No entanto, a balança de bens e serviços melhorou, porque o crescimento foi induzido pelo exterior, o que, juntamente com a recuperação das remessas de emigrantes entretanto retidas no estrangeiro, explica o saldo positivo da Balança Fundamental em 1979 (2.3% do PIB).

Em 1980-82 a economia entrou num novo ciclo de expansão com déficit externo (zona I). Em 1980 houve uma apreciação nominal de 6% para contrariar as expectativas inflacionistas, que estimulou as importações, e a desvalorização nominal nos anos seguintes revelou-se insuficiente, face ao que era requerido pelo aumento do preço do petróleo e pelo choque do dólar. O aumento do *gap* cambial e a expansão da economia a contra-ciclo conduziram a um déficit externo insustentável em 1982.

Ao contrário do ajustamento de 1978-79, o programa de estabilização de 1983-84 apoiou-se essencialmente na estratégia de redução do nível da procura, com uma política monetária fortemente restritiva, que penalizou o investimento. A política cambial também foi usada, mas não permitiu ganhos de competitividade significativos, eventualmente devido ao facto de ter perdido eficácia. O equilíbrio da Balança Fundamental foi obtido no início de 1984, mas até 1985 as contas externas continuaram a melhorar, devido a uma recessão que se revelou excessiva. Na figura 2, vemos que a economia passou da zona I (de déficit e inflação), para a zona III (de desemprego e superavit).

Em 1986 verificou-se uma melhoria substancial nos termos de troca, pelo que uma apreciação real seria requerida para restabelecer o equilíbrio macro-económico. A interrupção da desvalorização cambial entre Novembro de 1985 e Abril de 1986 revelou-se, no entanto, insuficiente para evitar o aparecimento de um *gap* cambial negativo, que atingiu -23% em 1986. Ao longo do período 1986-88, apesar de o Escudo se ter apreciado em termos reais, o *gap* cambial agravou-se, e a economia cresceu com superavit, aproximando-se do pleno emprego. Durante o ano de 1989 a economia deverá ter passado para a zona de inflação, mas a preservação de uma taxa de câmbio inferior à de equilíbrio permitiu manter um superavit nas contas externas (zona II). Em 1990 o regime de desvalorização deslizante foi definitivamente abandonado, permitindo uma correcção mais rápida do *gap* cambial nos anos seguintes. Em 1991 a economia entrou num novo ciclo de abrandamento, devido à política monetária restritiva e à conjuntura económica internacional, aproximando-se do equilíbrio macro-económico.

Embora a amostra não inclua os anos de 1991 e 1992, estimamos a taxa de câmbio FEER para esses dois anos com base num cenário plausível, estando os resultados também no Quadro 1. É importante notar que a consideração de cenários alternativos não modificou o resultado fundamental do exercício, de que no final de 1992 o Escudo ainda se encontrará depreciado em relação à FEER. Para concluir, os resultados da estimação sugerem que a recente apreciação real é um processo de ajustamento aos choques reais sofridos pela economia portuguesa, nomeadamente a melhoria dos termos de troca em 1986 e que, portanto, não deverá pôr em causa a permanência do Escudo dentro do Mecanismo de Taxas de Câmbio. Por outro lado, as estimativas efectuadas indiciam que o Escudo aderiu subvalorizado ao Mecanismo de Taxas de Câmbio e que, por conseguinte, os custos reais da adesão serão menores do que se do caso contrário se tratasse.

MLF, Junho de 1992

## REFERENCIAS

- Freitas, M.L. (1992), "Sobre a futura paridade do Escudo: Há lugar para uma apreciação real?", Working paper N-183, Faculdade de Economia UNL, Março.
- Krugman, P. and J.B. Macedo, (1979), "The economic consequences of the April 25th revolution", in *Portugal Since the Revolution*, J.B. Macedo and Simon Serfaty (eds), Westview Press/Boulder, Colorado.
- Macedo, J.B. e C. Corado (1989), "Trade Liberalization and Macroeconomic Stabilization in Portugal: Implications for the Pattern of Competitiveness, 1970-1985", Working Paper N-107, Faculdade de Economia, UNL.
- Williamson, S. (1983), *The exchange rate system*, Institute for International Economics, Washington D.C.

*Quadro 1: Gap Cambial e Gap de Output*

<b>Ano</b>	<b>Gap de Output (%)</b>	<b>TCR</b>	<b>FEER</b>	<b>Gap Cambial (%)</b>
1972	-0.8	103.4	112.6	-8.2
1973	3.2	108.8	109.1	-0.3
1974	3.8	123.0	100.0	23.0
1975	-3.6	126.6	97.2	30.2
1976	-0.6	126.9	97.2	30.6
1977	1.1	116.4	98.8	17.9
1978	1.4	107.0	103.1	3.7
1979	4.3	101.2	105.7	-4.2
1980	6.0	100.0	102.1	-2.0
1981	4.2	103.8	98.1	5.9
1982	3.2	101.7	95.5	6.5
1983	0.0	94.9	95.1	-0.2
1984	-4.9	97.5	93.6	4.1
1985	-5.0	98.2	95.1	3.3
1986	-3.9	102.1	133.4	-23.4
1987	-1.9	102.7	133.8	-23.2
1988	-1.0	105.3	143.5	-26.6
1989	1.3	107.8	137.3	-21.5
1990	2.6	115.6	134.0	-13.7
1991	1.6	124.2	139.0	-10.6
1992	1.0	129.4	138.4	-6.5

*Quadro 2: Balança Fundamental (% do PIB)*

<b>Ano</b>	<b>B.Bens e Serviços</b>	<b>B.Transf. Unilaterais</b>	<b>Inv.Directo Estrangeiro</b>	<b>Balança Fundamental</b>
1973	-7.2	9.5	0.4	2.7
1974	-15.1	8.2	0.5	-6.4
1975	-12.3	6.9	0.7	-4.6
1976	-13.6	6.2	0.4	-7.0
1977	-15.0	6.9	0.3	-7.7
1978	-11.8	9.2	0.3	-2.2
1979	-10.3	12.2	0.4	2.3
1980	-14.5	12.0	0.6	-2.0
1981	-19.3	11.9	0.6	-6.8
1982	-19.5	11.6	0.6	-7.3
1983	-12.5	10.5	0.6	-1.4
1984	-8.1	11.4	1.0	4.2
1985	-3.5	10.8	1.1	8.4
1986	-2.5	9.8	0.8	8.1
1987	-6.5	10.3	1.3	5.1
1988	-10.7	10.4	2.0	1.7
1989	-8.0	10.0	3.6	5.6
1990	-9.1	9.2	3.3	3.4
1991	-9.7	8.7	1.5	0.5

Figura 1: O Diagrama de Krugman-Macedo

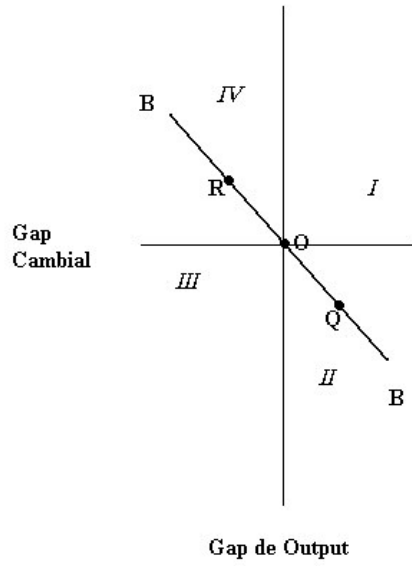


Figura 2  
Gap cambial e gap de output

